

A Financial History of the United States

美国金融史

第二卷

从J.P.摩根到机构投资者

From J.P. Morgan to the Institutional Investor

1900-1970

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

高凤娟◎译

 CRC Press Taylor & Francis Group  中国金融出版社

责任编辑：亓　霞
封面设计：吴锦明


中国金融出版社
官方微博


中国金融出版社
官方微信


金融青年
微信公众平台



网上书店：www.chinafph.com

上架类别◯金融

ISBN 978-7-5049-9437-0



定价：88.00元



A Financial History of the
United States

美国金融史

第二卷

从 J. P. 摩根到机构投资者

From J.P. Morgan to the
Institutional Investor

1900-1970

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

高凤娟◎译

CRC Press
Taylor & Francis Group

中国金融出版社

责任编辑：亓　霞
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

美国金融史（Meiguo Jinrongshi）（第二卷）/［美］杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）著；高凤娟译．—北京：中国金融出版社，2018.5
ISBN 978－7－5049－9437－0

Ⅰ.①美…　Ⅱ.①杰…②高…　Ⅲ.①金融—经济史—美国—1900—1970　Ⅳ.①F837.129

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 027598 号

出版
发行　中国金融出版社
社址　北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部　(010)63266347，63805472，63439533（传真）
网上书店　http://www.chinafph.com
　　　　　(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部　(010)66070833，62568380
邮编　100071
经销　新华书店
印刷　北京市松源印刷有限公司
尺寸　169 毫米×239 毫米
印张　27.5
字数　403 千
版次　2018 年 5 月第 1 版
印次　2018 年 5 月第 1 次印刷
定价　88.00 元
ISBN 978－7－5049－9437－0
如出现印装错误本社负责调换　联系电话（010）63263947

致我的父母，约翰和玛丽·马克汉姆

一代人有一代人的忧虑，这种忧虑有时会达到极致。
有一天，美国会发现，
有那么一小部分人，通过他们所领导的银行机构，
有可能成为美国经济的实际主宰。
恐惧由此而生。

——阿道夫·伯利（Adolf A. Berle）
1969 年 2 月

前言

本卷是《美国金融史》（三卷）（首部三卷——译者注）中的第二卷。第一卷涵盖的时期从“发现”美洲开始，到19世纪末为止。本卷首先描绘了20世纪初在金融领域占据统治地位的投资银行家们，阐述了1907年的恐慌以及由此应运而生的联邦储备委员会（美联储）。接着回溯了第一次世界大战期间的金融轨迹，检视了导致1929年股市崩盘以及经济大萧条的一系列事件。在那之后，本卷继续回顾了第二次世界大战后的金融复苏和机构投资者的成长发展。

第三卷将着眼于衍生品的发展，存贷款的危机，20世纪80年代的并购狂潮，伴生的内幕交易的丑闻，与通货膨胀的斗争。该卷还回顾了20世纪90年代的市场好转和金融革命，后者由于网络经济的推动而迅猛发展起来。

致谢

作者对在过去的几年各位研究助手的协助再次表示诚挚的谢意。

目录

导 言

20 世纪初，强盗大亨的金融中心地位被投资银行家所取代。当然，投机者也伺机而动，金融家们继续不被人们所信任。反垄断者一直在寻求巨大的联盟，最终在世纪之交达成。联邦储备委员会在 1907 年金融恐慌后成立，这表明政府不再依赖投资银行家来处理金融恐慌。对“货币托拉斯”的围猎开始了，直到今天仍在继续。然而，金融业发展已成大势所趋。美国在第一次世界大战期间投入了大量资金，但似乎收效甚微。随后迅猛发展的股票市场似乎预示着永久的经济繁荣，但是一切都在 1929 年 10 月华尔街遭受的冲击中崩塌。美国经济和金融业直到第二次世界大战爆发时才得以复苏。尽管在大萧条中遭受重创，美国仍然能够消化同盟国在战争期间承担的大部分货币成本。令人惊讶的是，美国金融同时为日本和德国——两个被它击败的敌人的重建提供了基础。第二次世界大战也是布雷顿森林协定形成的原因，后者建立了以固定价格美元与黄金挂钩的国际货币体系。这个体系在其出现大约 25 年后崩溃。

战后时期见证了另一个奇迹，即美国经济蓬勃发展，持续了 50 多年。20 世纪 50 年代金融业发展平静，但商品市场和股票市场常常受到被操纵及投机炒作的困扰。金融犯罪团伙的出现搅浑了市场。更重要的是，联邦储备委员会从财政部独立出来。没过多久，美联储主席比财政部部长更加春风得意，至少在金融界是这样。

进入 20 世纪 60 年代，越南战争和政府对社保计划的支出触发了美国的

通货膨胀周期，带来了巨大的经济不确定性。通货膨胀削弱了精心构建起来的银行和储蓄机构监管体系，该体系的基础是稳定的利率，存款和借贷业务也借此发展得不可思议。证券市场也遭受了攻击，首先是业务过剩，以致交易员们无法处理，然后是取消了自1792年《梧桐树协议》签署以来业界所依赖的固定佣金结构。这种改变推动了“打折”经纪人的发展，他们用平价策略与大公司竞争，大大削减了客户佣金支出。20世纪90年代，随着互联网的引入，这些经纪人在证券市场占据了有利地位。

另一场革命正以衍生品的形式进行。芝加哥期权交易所的创立和期货行业的不断创新显示出金融工程时代的来临，并将改变金融业的面貌。当然，战后时期最重要的发展是包括保险公司、养老基金和共同基金等在内的机构投资者的兴起。这些实体积累了相当数量的资产且必须将之投资运用。上述资源和对信托投资传统限制的松动将迫使机构投资者进入金融中心，这将对金融系统产生深远的影响。让我们从他们的前辈——在20世纪初缓步踏上历史舞台的金融巨头开始描述这段历史。

第1章
一个新世纪

第1节　20世纪的开端

纽约证券交易所

在20世纪初，纽约有两个证券交易所及七个商品交易所。后来商品交易所被合并，证券交易所并没有被合并。纽约城里领先的交易所是纽约证券交易所（NYSE）。该交易所日平均交易量从1861年的1 500股增加到1900年的超过50万股。年交易量从1897年的不足8 000万股增加到1901年的超过2.65亿股。100万股的交易日出现在19世纪末，而在1901年1月的某一个交易日交易了200万股。然而，这种数量增长并不恒定。1901年7月3日只有约329 851股交易。无论如何，日益扩大的交易需要更大的交易场所。1901年，纽约证券交易所在比弗街选了一处临时地点作为交易场所，而后又于1903年乔迁新居，那是一栋价值400万美元的新建筑，也是美国首先使用空调设施的建筑之一。该建筑拥有6英里的通气管，以及近250英里的布线。

纽约证券交易所的营业时间是上午10点到下午3点。交易大厅里的交易员们奔忙在交易台之间，交易着每一只活跃的股票。某些交易员专门处理少

于100股的零星订单。随着交易活动的增加，特定股票的“做市商”开始为这些证券持续造市。做市商既可以为自己的账户做自营交易，也可以作为经纪人做代客交易。而这种做市商体系并没有像英国一样遵循区分做市商职能和交易员职能。这导致了对可能产生的利益冲突的担忧，并引起一些非议。然而，这种做市商体系在为证券业创造一个连续的市场方面展现了优势，避免了流动性问题。纽约证券交易所的某些会员担任了场内交易员。此类会员仅为自己的账户交易，不执行客户订单。场内交易员确实增加了市场流动性，但他们经常牵涉交易行为滥用。这些纠纷事项包括：场内交易员被指控凭借与交易所上市公司官员的内部关系而操控股票价格；场内交易员享有在交易所场内的时间和地理优势，获取到优于交易所外部订单的价格。“场外交易者”因地理位置而受限，他们不得不支付比交易所成员更高的佣金率。这些非会员交易者通常以遭受“毁灭性”损失而终结交易，还有许多根据“提示”及其他可疑的市场建议而采取交易行为的“无经验者”也常常遭受损失。[①]

20世纪初的纽约证券交易所限制其会员发布公告。会员若欲与非会员公司建立电报或电话通信联系，则必须提前获得批准。在交易所，所有的出价或报价限于最少1/8的变动。纽约证券交易所的交易可以通过“现金”结算，此类交易需要在合同日进行交割；“常规方式”的交割将在下一个工作日进行；“3天”的交割在销售后第三天进行；“买方或卖方期权”方式下，要求结算期限不少于4天也不多于60天。利息低于法定最高利率时必须按买方或卖方期权合约进行支付。尽管纽约证券交易所禁止购买或销售“特权”来接收或交付证券，但它允许的期权保证金达到10%，这为投机者提供了大量的杠杆。

在纽约证券交易所上市的公司需要提供其财务状况的详细信息。“非上市”部门允许对拒绝“提供关于其业务实质性信息的公司的证券进行交易，但不能列入上市名单”[②] 的证券公司交易。统一铜业公司（Amalgamated Copper Company）和美国食糖精炼公司（American Sugar Refining Company）就是

① W. C. Van Antwerp: *Stock Exchange from Within*, pp. 418–19.

② U. S. House, H. Rpt. 1593, 62d Cong., 3d sess., 1913, p. 37.

两家这样的非上市公司。这些公司“在交易所交易了多年，但没有关于他们业务的任何公开资料”[①]。“他们实际上是被作为‘盲池’（blind pools）进行维护的，因此控制人基于投机目的能够更自由地使用他们的信息[②]”。20 世纪初在证券市场同时运作着另一种形式的“同盟”。这是一种类似于由一群投机者组织起来，目的是操纵特定股票价格的坐庄同盟。坐庄同盟操作者不择手段地煽动提高股票价格，然后以高昂的价格将这些股票卖给毫不知情的投资者。1900 年，操控威士忌信托证券价格的坐庄同盟是詹姆斯·基恩服务的一家叫穆尔—斯莱（Moore & Schley）的经纪公司。报纸上还经常报道其他坐庄同盟活动。例如，1901 年的《芝加哥论坛报》就曾报道说，西联电报公司的证券价格是被坐庄同盟左右的。

1898 年成立的工业委员会提议联邦立法禁止卖空。使用“虚构”交易来设计虚假的交易活动成为另一个被关注的焦点。坐庄同盟通常使用“洗盘”交易，即同一个人购买和销售同一股票的订单，这造成股票交易中的虚假表现，引起那些不知情的投资者的兴趣，继而促使他们买入坐庄同盟控制的股票。纽约证券交易所虽禁止洗盘交易，但允许“对敲”报价。对敲报价涉及的是由同一人同时发送到不同经纪人去执行买入和卖出报价。经纪人并不知晓抵消报价，并将通过竞价来执行交易。交易者为了避免被指控洗盘交易而导致交易不可执行，通常会指定不同的经纪人。然而，对敲报价也可以为证券创造虚假业绩，其操纵效果并不亚于洗盘交易。对敲报价通常被承销集团在承销证券发行期用于“稳定”交易。这种稳定交易用来维持发行价格，直至市场能够吸收新发证券。在证券发行期间使用对敲交易和递增报价通常用于向上操纵发行价格，以便以不切实际的价格来吸引公众。

纽约证券交易所通过纽约报价公司维持对其价格信息的控制，纽约报价公司向其成员公司提供纽约证券交易所的价格报告。纽约证券交易所将其报价出售给西联公司的子公司，通过后者在美国境内的广播进行行情服务分销。随着股票拥有者的增加，公众开始依赖这些信息来获取交易证券的价值。这

---

① U. S. House, H. Rpt. 1593, 62d Cong., 3d sess., 1913, p. 37.

② 同上。

些信息为证券流动性提供度量并促进了交易。“在纽约证券交易所上市意味着更广泛的市场和更确定的市价，使其股票更容易被出售或买入。事实上，证券通常不可用于股票交换所本身贷款的抵押品，除非是上市公司股票。”① 纽约证券交易所拒绝纽约市发行的债券上市，因为后者的债券证书尚未由美国银行票据公司印制。后来纽约银行票据公司因为报价较低而被允许代表纽约市印制债券。当时美国银行票据公司的最大的股东是 J. P. 摩根公司。

联合证券交易所

纽约证券交易所与联合证券交易所持续开展了“激烈的”竞争，后者零星交易了一些在纽约证券交易所上市的股票。纽约证券交易所的股票价格在联合证券交易所的布告板上发布，然后有零星的股票或散股被联合证券交易所以高于或低于的价格成交。到 1909 年，联合证券交易所交易的股票数量达到约 4 500 万股，拥有 1 200 个会员，交易量约为纽约证券交易所的 25%。联合证券交易所很少为企业提供资本。相反，“它为最有害的投机形式提供便利场所，这是一种吸引人的小伎俩”。② 纽约证券交易所一向禁止其会员与联合证券交易所会员交易。再如芝加哥交易所，也同样面临来自联合证券交易所的竞争。纽约证券交易所试图通过阻止其访问行情显示系统和获取报价来驱逐联合证券交易所的业务，但是种种努力遭遇挫败，因为法院执行缓慢，至少在最初责令禁止之时是这样。进入 20 世纪，经常与联合证券交易所勾结在一起的非法经纪公司仍然成为一个问题。1905 年，匹兹堡的 60 多家非法经纪公司利用纽约证券交易所的报价进行赌博性操作。此后的 1908 年，纽约州颁布立法，将非法经纪公司的这种操作列为重罪。

场外交易市场

杜邦公司由几家最大的火药和炸药制造公司合并而来，其合并于 1903 年左右完成。因为杜邦家族持有相当数量公司股票，纽约证券交易所不允许杜

① U. S. House, H. Rpt. 1593, 62d Cong., 3d sess., 1913, p. 36.

② Van Antwerp: *Stock Exchange from Within*, p. 428.

邦公司在其上市。于是，皮埃尔·杜邦（Pierre Du Pont）继续将自家股票作为非上市证券，由投资银行公司在纽约交易。杜邦公司自己对粉末公司进行做市，以100至102对公司普通股、以92.25对债券以及以89对优先股下达标准指令。纽约出现了一个日益壮大的证券市场，那便是布罗德街的场外交易市场。这个场外市场毫无组织，交易场所通过绳子划路而成，其交易经常被挤到街道上，阻碍交通。20世纪初，每天约有150名商人在路边进行交易，营业员和信差们人声喧哗。场外交易的证券报价被印在报纸上。一些交易员在场外交易市场担任着特别证券专家。在场外交易市场交易的大多是未在纽约证券交易所上市的股票，纽约证券交易所会员被允许在场外交易市场交易这些尚未上市的证券。

场外交易市场是基于纽约证券交易所规则的一个漏洞发展起来的，该漏洞禁止其会员在纽约的任何其他证券交易所从事交易。而场外交易市场并不是有组织的交易场所，因此不在禁令约束范围内。场外交易市场在纽约证券交易所的交易时间开放，因为场外交易的大部分业务就是执行纽约证券交易所会员的订单。20世纪初，其他交易所也在纽约城里运营着。这些交易所包括煤炭和铁交易所、咖啡交易所、棉花交易所、海事交易所、金属交易所、纽约保险交易所、纽约产品交易所和纽约市烟草贸易公会。纽约市烟草贸易公会向烟草制造商出售烟草。芝加哥的商品交易规模逐步增长，区域性股票交易所在芝加哥、波士顿、底特律、辛辛那提、费城、匹兹堡、巴尔的摩和洛杉矶等地纷纷为证券市场提供了一种替代品。最初，区域性交易所仅仅交易当地公司的股票。例如，起源可以追溯到1887年的辛辛那提证券交易所，专为总部设在西南俄亥俄和肯塔基的公司从事股票交易。直到后来，区域性的交易所才开始为更多的州从事交易服务。

经纪公司

越来越多的证券公司和投资银行出现了。1901年，埃尼斯—斯托帕尼公司（Ennis & Stoppani）提供了经申请可获得的“合意股票和债券”列表。该公司还出售棉花和小麦。波士顿的罗林斯父子公司（E. H. Rollins & Sons）为

公众投资者提供“优质”市政和公司债券清单。法森—利奇公司（Farson, Leach & Co.）提供利率为4%的含担保的、1957年到期的俄罗斯债券。这些债券在美国本土以金币支付，并且不会被俄罗斯政府征税。1901年，弗米利耶公司（Vermilye & Co.）和哈尔加滕公司（Hallgarten & Co.）为海岸航空铁路公司（Seaboard Air Railway）提供了金额为800万美元，利率为5%的10年期债券用于抵押信托，本金和利息均在美国本土以金币形式免税偿付。交易渠道也放开了。布莱尔公司（Blair & Co.）提供英镑及法郎信用证。罗伯特好人公司（Robert Goodbody & Co.）在伦敦和都柏林证券交易所出售投资证券和认购权。马利特—威科夫公司（Mallette & Wyckoff）通过广泛散发信函向客户征求意见，它还出版了一本名为《实用投资》（*Practical Investing*）的月刊。爱德华·琼斯公司（Edward C. Jones & Co.）专营债券业务。

多米尼克公司（Dominick & Dominick）效仿史宾塞·特拉斯克公司（Spencer Trask & Co.）出售投资证券。而史宾塞·特拉斯克公司后来开始经营铁路债券，根据投资目标和客户群将债券分为四组。一组为依赖收入的人，另一组为寻求“半投机”债券的人。亨利·克鲁斯公司（Henry Clews & Co.）执行“投资或保证金”订单。爱德华·史密斯公司（Edward B. Smith & Co.）处理“担保股票”。雅克布—百利公司（Jacob, Berry & Co.）通过《华尔街及其市场一览》和《每月波动表、每日和每周报告》向投资者提供信息。弗莱德·史密斯（Fred H. Smith）将注意力集中于“场外证券”。威廉·加拉赫（William G. Gallagher）是另一家出售场外证券的公司，“发布关于铜交易的所有事项以及非上市股票信息”。布莱尔公司将自己定位为国内外银行家提供投资证券服务。摩斯利公司（F. S. Moseley & Co.）发行“短期”的票据。弗朗克—汤普森—罗伯公司（Francke, Thompson & Robb）专业从事古巴证券业务。1902年，联合证券交易所会员约瑟夫·考恩公司（Joseph Cowan）开始出版每日市场信报，并为考恩的新书《一名交易员的幻想》（*Reveries of a Trader*）提供投资者。麦克莱恩公司（J. L. McLean & Co.）为其申请客户发送市场信函，宣传该公司允许对支票以存款计息。基赛尔—基尼卡特公司（Kissel, Kinnicutt & Co.）和鲁道夫·克雷宝特公司（Rudolph Kleybolte &

Co.）也对等待投资的存款支付利息。

纽约房地产信托公司允许对存款计息。阿道夫·雷斯特恩公司（Adolph J. Lichstern & Co.）在股票、粮食和棉花上严格按佣金进行交易。在纽约，各类证券开始被拍卖。1902年，阿德里安·马勒父子公司（Adrian H. Muller & Son）在百老汇的纽约房地产销售厅拍卖房地产股票和债券。甚至在内战之前，斯派尔（Speyer）公司也算是一家国际投资银行公司，到19世纪90年代，斯派尔公司成为"在全国排名第三或第四的有影响力的国际银行"。[①] 该公司进入20世纪后继续扩张。不仅如此，1902年斯派尔公司担任了伦敦地下铁路证券融资的承销商；1906年资助菲律宾铁路建设，并担任古巴共和国3 500万美元信贷的承销商；与此同时，斯派尔公司也在美国市场发行墨西哥债券。斯派尔公司成为纽约第一家为员工创立养老基金的投资银行。

投资银行如J. P. 摩根公司、威廉·瑞德公司和库恩—勒布公司都大量从事证券承销业务，但它们的参与主要限于纽约市场。尽管20世纪初在美国有大约1 000家投资银行公司，但其中大约只有五家公司拥有全国分销体系。它们是李—希金斯公司、哈里斯公司、哈尔西公司、基德尔—皮博迪公司和威廉·所罗门公司。"电讯化经纪公司"开始在华尔街发展起来，主要是一些零售型证券公司，专注于处理小客户订单，它们成为现代证券商的前身。之所以得名"电讯化经纪公司"，是因为它们的电报和电话连接了全国各地的分支机构，这些公司为注重隐私的女性客户提供了分离的办公室。

继卡恩公司成功开展一宗投资银行业务之后，1892年贝奇公司（J. S. Bache & Co.）成立了。贝奇拥有好几个办公室以及包括总部在纽约的47个交易所。该公司支持客户对自己存款进行实时查账。贝奇公司不仅经营股票和债券，而且在棉花和粮食方面财源广进，该公司在芝加哥的商品期货交易通讯员是拉姆森兄弟公司（Lamson Brothers & Co.）。爱德华父子公司（A. G. Edwards & Sons）在密苏里州出售圣路易斯城市债券。位于密苏里州乔普林市的里昂投资公司以每股五美分的价格出售汉诺威的锌业公司股票，该公司声称某项测定

① George F. Redmond：*Financial Giants of America*，vol. 2，p. 272.

表明，它们的锌矿每月产出带来的收益是3%至5%。皮博迪—赫德灵公司（Peabody，Houghteling & Co.）在芝加哥经营房地产债券和按揭贷款，净收入高达每月4%至6%。巴特莱特—弗雷泽公司（Bartlett，Frazier & Co.）经营棉花、粮食和配额，同时也经营股票和债券。格兰奇—法韦尔公司（Granger，Farwell & Co.）在芝加哥承担着"银行家和经纪人"角色。芝加哥—博蒙特石油公司发行了收益率为10%的现金预付款股票，余额可在公司实施采油时用于支付。对此人们似乎还是有点怀疑，因为广告说的"保证"三周内完成的"喷油井"，已被钻入主轴并已于前年投产了。[①]

1900年，位于芝加哥的福尔曼兄弟银行公司（Foreman Brothers Banking Co.）积极寻求公司，券商和个人的账户，声称这些账户将"按照与保守银行业务相一致的最有利条件收款"[②]。哈里斯公司在芝加哥担任"银行家"角色。该公司购买和出售政府、铁路、天然气和电力公司债券，并在苏格兰银行和巴黎里昂国际银行发出信用证和汇票，且允许对之以存款计息。哈里斯公司专门处理市政、铁路和其他适合信托基金及储蓄的债券，该公司在第一次世界大战之前的所有私人投资公司领域经营着规模最大、发展最快的分销组织。[③] 哈里斯公司擅长提供可聚集客户的业务代理人，在1907年，它成长为哈里斯信托和储蓄银行。该公司的纽约运营处随之成为哈里斯—福布斯公司，开展众多电力公司的承销。哈里斯公司很快面临来自哈尔西公司的竞争。后者于1901年由诺亚·哈尔西（Noah W. Halsey）创立于纽约，一直经营"精选型投资信托基金"铁路债券。[④] 1903年，诺亚·哈尔西雇用哈罗德·斯图尔特（Harold L. Stuart）开设了芝加哥办事处，开始专门通过其在纽约、芝加哥和费城的办公室承销公用事业证券。

西海岸

旧金山在20世纪初成为西海岸的金融和证券交易中心。《旧金山纪事》

① *Chicago Tribune*, February 5, 1902, p. 10.

② *Chicago Tribune*, October 2, 1900, p. 9.

③ Vincent P. Carosso: *Investment Banking in America*, p. 102.

④ *New York Times*, October 1, 1902, p. 10.

刊印了旧金山股票交易所的当地股票和债券价格，以及伦敦和巴黎的商品期货价格。加利福尼亚股票和石油交易所和金田综合矿业股票交易所在旧金山运营。与内华达有专线联系的查蒂格（Zadig）公司提供康斯托克（Comstock）、托诺帕（Tonopah）、戈德菲尔德（Goldfield）、牛蛙（Bullfrog）、曼哈顿（Manhattan）和罗海德（Rawhide）等公司的股票价格，这些股票在20世纪头十年非常活跃。到1905年，多尔—雷（Dorr & Ray）在旧金山通过专线连接到纽约证券交易所，使得纽约棉花交易所和芝加哥交易所能够在5分钟内执行订单。几年后，旧金山的银行家兼经纪人纳特·博厄斯（Nat Boas）拥有了一条专线为他与波士顿的铜市场提供直接通信。1905年，阿克尔—希克斯（Arkell，Hicks）公司为每股3分钱的500股托诺帕（Tonopah）股票为期90天的电讯服务支付每股两分钱的电讯费。苏特罗（Sutro）公司提供一份关于它推荐的股票描述的通告，该公司在优质投资证券以及旧金山的硬币和货币经营中担任经纪人。罗林斯父子公司（E. H. Rollins & Sons）通过在旧金山、波士顿、芝加哥和丹佛等地的办事处出售市政、铁路和公司债券。

赫顿公司作为“银行家兼经纪人”，在旧金山和纽约开设办事处。赫顿公司的纽约电话号码是“众所周知4209”。其合作伙伴是纽约证券交易所、纽约棉花交易所、纽约咖啡交易所和芝加哥交易所的会员。拉扎德兄弟公司（Lazard Frères）是另一家与加利福尼亚州有联系的公司，它由法国三兄弟创立，伴随着19世纪50年代兴起的黄金勘探，他们的纺织品业务在旧金山繁荣起来。三兄弟很快就参与起黄金销售和外汇交易。他们在巴黎、伦敦和纽约开设办事处，并开始向欧洲运送黄金以及交易商业票据。三兄弟最初称他们的运营机构为美国银行有限公司，该公司于1908年出售，后来成为克罗克国家银行（the Gocher National Bank）。这使得拉扎德在1999年之前得以将其在纽约、巴黎和伦敦的投资银行办公室作为单独的机构运作。

投机者

进入20世纪，一些胆大包天的投机者依然在纽约风生水起。伯纳德·巴鲁赫（Bernard Baruch），“钻石”吉姆·布雷迪（Jim Brady），“赌上一百万”

的约翰·盖茨(John "Bet - a - Million" Gates),詹姆斯·基恩(James R. Keene)和托马斯·劳森(Thomas W. Lawson)经常聚集在华尔道夫—阿斯托里亚,在那里他们计划市场入侵战略。虽然这些贪婪的赌徒逐渐被越来越多的投资银行家摒弃,但基恩和他的同伙们继续在市场中兴风作浪。伯纳德·巴鲁赫在成为政治家之前,从他的投机生涯中创造了巨大财富。约翰·盖茨在股票市场损失巨大,并决定放弃他的空头袭击。之后,盖茨专注在石油和其他领域投资,他帮助组建了得克萨斯公司,也就是后来的德士古公司(Texaco)。在另一笔交易中,盖茨与J. P. 摩根一起收购了田纳西煤铁公司。

证券业务

1902,查尔斯·道(Charles Dow)去世了,9个月后,道琼斯公司以13万美元的价格出售给克拉伦斯·巴伦(Clarence Barron)。其证券价格指数一路上升。运输业股票尤其受欢迎,他们的价格从1896年的平均77美元上升到1901年的210美元,到1902年达到250美元。其他证券的价格也在增长。《商业记录和债券买家》报道了市政相关的证券交易。美国皮革公司首家提供利率6%的抵押贷款、偿债基金和20年期的黄金债券。所谓的婴儿债券(小额债券)被卖给小投资者。在此之前,500美元和1 000美元面额的债券被定期增发,这是大多数小投资者无法企及的。皮尔逊—塔夫脱土地信用公司(Pearsons - Taft Land Credit Co.)建议小投资者从10美元开始,通过这样小的储蓄成为债券持有人。[①]

20世纪初,"记名"证券在英国被出售。这些证券仅表现为简单的条目格式,没有颁发证书作为所有权的证据。这预示着美国政府在未来几年使用记账证券。美国的政府财政在很大程度上取决于税收和长期借款,其中包括1905年为菲律宾公共改造工程发行的票面利率为4%的250万美元债券,另一个是1904年至1916年为巴拿马运河支付的4亿美元。其中有1/3是借来的。虽说有上述产品,在20世纪初专门经营美国政府证券的公司却为数不

① *Chicago Tribune*, November 2, 1908, p. 14.

多。1901 年，国家城市银行安排一个客户购买10 万美元的联邦债券。这被认为是“激进的”。[①] 即便当第一次世界大战爆发时，美国仍然只有两个政府证券交易商。

进入20 世纪后，其他国家愈加渴求在美国筹集资本。1900 年，德国在华盛顿发行了8 000 万马克的国库债券。墨西哥国家铁路公司参与了1903 年和1905 年的承销业务。尼加拉瓜，危地马拉和哥斯达黎加政府同样于此期间在美国寻求资金。1903 年，一个名为“马尼拉”的集团为菲律宾的公共工程筹集资金。在1904 年和1905 年，库恩—勒布公司向日本资助了约2 亿美元用于其与俄罗斯作战。在美国，6% 的日本债券由罗森布拉特公司（Sig. H. Rosenblatt & Co.）出售。约翰·洛克菲勒买了这些贷款的绝大部分，并且在1911 年参与购买了中国贷款。1903 年，摩根公司和其他组织为俄国政府在美国发行10 亿美元债券。为表达感激之情，沙皇为此向纽约证券交易所赠送了一个由著名金匠法贝热制作的瓮坛。令投资者倍感不幸的是，此种债券发行在1917 年的共产主义革命后却不被承认。而在纽约证券交易所，此类债券的相关交易直到1921 年才暂停。

证券市场的滥用行为包括通过“诱人的传单及报纸广告”和“恶性线人卡”出售毫无价值的证券。[②] 有的董事会成员和公司官员利用其职位操纵股票价格，他们可以通过宣布大于预期的股息或通过减少股息来提高价格或降低价格。股票被注水及其他恶劣行为影响了股票价格。公司选某个人进董事会，是为了凭借其名声帮助出售公司的证券，投资者往往被这种表象所设计欺骗，于是投资者依赖于某董事的背景，而这些董事往往对于公司的管理运营一窍不通。

1901 年，工业委员会提交了一份支持使用期货交易的报告，但投机和操纵趁机开始扰乱商品市场。1902 年，在某次狙击小麦市场交易后，詹姆斯·帕滕（James A. Patten）获得了约200 万美元的利润。帕滕将小麦价格拉高了

---

① William J. Shultz and M. R. Caine, *Financial Development of the United States*, pp. 579 – 580.

② Van Antwerp, *Stock Exchange from Within*, p. 435.

约 34 美分每蒲式耳。《哈珀周刊》因此称帕滕是“提高面包价格的人”。[1] 1902 年，某一次燕麦的垄断销售行为导致了大量的诉讼案件。[2] 纽约棉花交易所也发生了大批投机活动，“1904 年，新奥尔良交易商中的一个‘多头集团’将棉花卖到了每磅 17.5 美分，这是十年中最高的价格，是六年前价格的四倍”。[3] 1905 年，约翰·盖茨主谋的一次运作垄断了小麦市场。这种垄断是由华尔街在纽约而非芝加哥实施的。

合并

1904 年，1/3 的美国制造业由 318 家公司进行。合并风潮发生于世纪之交。约有 2 600 家公司在 1898 年和 1902 年发生合并，这些合并的总价值超过 60 亿美元。一次较大的合并涉及麦考米克（McCormick）收割机公司，其在 1902 年占据全国农业机械市场份额的 35%。为建立互信关系，进一步减少竞争，小赛勒斯·麦考米克（Cyrus McCormick Jr.）拜会了 J. P. 摩根公司。这次会晤后，麦考米克收割机公司和其他三个农业机械公司合并形成了国际收割机公司。新公司在农用机械市场占有率高达 85%。世纪之交最大的合并是美国钢铁公司，合并后的实体坐拥 14 亿美元的资本，几乎是美国政府年收入的三倍。这次合并以安德鲁·卡内基对洛克菲勒和摩根利益集团的攻击达到高潮，后者是卡内基在钢铁行业的老对头。卡内基在退休之前推动摩根通过破坏性的竞争威胁去收购自身，并且雇用查尔斯·施瓦布（Charles M. Schwab）专门帮助自己做这件事。摩根同意为“卡内基钢铁业务”在“全球有史以来最大一单销售”[4] 支付超过 4.5 亿美元才得以避免这场恶斗。

在购买卡内基之后，摩根开始努力兼并全国其他钢铁集团。他成功地把 200 多家小公司组成了美国国家钢铁公司。这个创举使得美国钢铁控制了美国钢铁工业的约 70%，成为美国第一个价值 10 亿美元的公司。美国国家钢铁公

---

① James E. Boyle, *Speculation and the Chicago Board of Trade*, p. 71.

② James E. Boyle, *Speculation and the Chicago Board of Trade*, p. 67.

③ John M. Barry, *Rising Tide: The Great Mississippi Flood of* 1927 *and How It Changed America*, p. 107.

④ John Moody, *The Masters of Capital: A Chronicle of Wall Street*, pp. 80 – 83.

司并购案成为当时所有行业中最大的资本合并事件。摩根使用了一个由300名承销商组成的集团，面向公众实施一次性发行美国国家钢铁公司股票的承销行动。承销集团因此赚取了130万股股票，以及总额超过6 000万美元的佣金，其中摩根公司获得了超过1 200万美元。摩根公司雇用了市场操纵者詹姆斯·基恩，以确保承销活动可凭借价格看涨而获得市场的热烈响应，直至承销完成后，支持消失了。查尔斯·施瓦布成为美国国家钢铁公司的总裁，传闻他工资高达100万美元，但这并未使他屈就。施瓦布在与董事会争吵后辞去了美国国家钢铁公司的职务。然后，他接管了伯利恒钢铁公司，该公司成为全美最大的钢铁生产商之一。尽管约翰·洛克菲勒声称他不需要摩根公司帮忙建立他的帝国，但洛克菲勒还是在美国国家钢铁公司合并业务中大赚2亿美元。1902年，约翰·洛克菲勒家族的收入为5 800万美元。一家报纸声称洛克菲勒每秒就可赚取1.90美元。

摩根公司还实施了其他大型合并案例，如国际商业海运公司并购案，国际商业海运公司控制了航运业务的大部分，但直到第一次世界大战后才盈利。因为摩根公司在国际商业海运公司合并案遭遇困境，连带约翰·洛克菲勒在其中的投资也蒙受了损失。摩根公司大举参与通用电气公司的融资业务，但主要的证券业务仍然是铁路债券。“铁路和公共事业融资由少数公司处理。铁路融资在很大程度上由库恩—勒布公司、摩根公司、瓦米拉公司和奥古斯特—贝尔蒙特公司完成。”[①] 1902年，摩根公司在《纽约时报》宣布，南方铁路公司托拉斯证券已被批准延长其否决型信托协议的期限，并提供激励手段鼓励持有人同意延长。同意将延期的股票托拉斯证券在纽约证券交易所上市，这为其投资提供了流动性。

大北方战役

库恩—勒布公司在法国投资了5 000万美元的宾夕法尼亚州铁路债券。该债券在第一次世界大战爆发后被回购。库恩—勒布公司的雅各布·希夫为爱

① *United States v. Morgan*, 118 F. Supp. 621, 636 (S. D. N. Y. 1953).

德华·哈里曼（Edward H. Harriman）重组了太平洋联合铁路。这项行动于1897年开始，花了约15年时间完成。从1898年到1909年，哈里曼控制了太平洋联合铁路，南太平洋铁路和芝加哥—阿尔顿铁路。哈里曼还有其他股权。他在伊利诺伊州中央铁路公司担任负责人，并于1908年将伊利铁路公司据为己有。1901年初，在市场上进行的大规模铁路战斗中，哈里曼与两个金融巨头詹姆斯·希尔和J. P. 摩根陷入对抗。希尔在大通国家银行获得了巨大的权益，他控制了大北方铁路。它的竞争对手是北太平洋铁路，希尔在J. P. 摩根的帮助下获得控制权。于是大北方铁路和北太平洋铁路成为众所周知的“希尔线”。希尔线与哈里曼的太平洋联合铁路展开了竞争，两者之间的战争爆发在1901年。

希尔希望通过收购芝加哥—伯灵顿—昆西铁路以壮大他自己的铁路，此时哈里曼在做同样的努力。希尔在摩根公司的帮助下试图通过大北方铁路公司和北太平洋铁路公司分别购买伯灵顿和昆西的一半股权来挫败哈里曼。而哈里曼则抢先一步实施了占领性突袭，他征召了库恩—勒布的雅各布·希夫，后者将在后来的接管战斗中被雇用。虽然希尔和摩根对北太平洋有经营控制权，但他们并没有拥有其大部分股票。哈里曼抓住这个弱点，于1901年开始秘密购买北太平洋的证券，以获得多数控制权，从而阻止摩根和希尔控制伯灵顿。这次突袭令希尔和摩根猝不及防，但希尔在哈里曼获得多数控制权之前了解到这个计划。哈里曼已向希夫下令购买为取得多数控制权所需的额外的40 000股股份。但希夫认为不必要立即购买，因此他在摩根公司下令购买15万股之前未能执行订单。此时希尔和摩根则使用詹姆斯·基恩公司来进行购买。战斗打响后，双方均声称控制了北太平洋，但他们实际上陷入对峙。因为销售出的股票已经比现有的更多，股票囤积发生了。某天的一小时内，股价从350美元跳升到每股1 000美元。股票价格开始站上114美元。

《纽约时报》（*New York Times*）报道了这一事件，他说：“一个比任何华尔街囤积事件更为彻底、更加灾难性的事情，昨天已经到了它的高潮。”《纽约时报》指出，这次“囤积”不同于华尔街经历过的其他任何事情：这是没

有计划或不想要的。"[1] 北太平洋股票被投机者利用一切可用的手段带到纽约，包括利用来自英国的邮轮。当北太平洋股票价格达到每股500美元时，巴赫公司的本地合伙人塞缪尔·赫斯伯格在纽约州奥尔巴尼出售了他的客户的股票，并租用专列把他们的股票运送到纽约，然后用"租赁专车"转接。这次囤积触发了北太平洋股票的一波投机高潮。曾有警察在纽约的一个非法经纪公司巡查时发现有500多人正对股票价格进行赌博。在北太平洋股票囤积达到其顶点时，恐慌来临。行情报价落后了10分钟，通信费上升了60%，导致其他证券价格大幅下跌。美国钢铁普通股的价值下跌了1亿美元，其后优先股又下跌了1.33亿美元。"这在华尔街简直前所未有。"[2] 来自纽约市特洛伊的塞缪尔·博尔顿被发现溺死在某啤酒厂的一桶烈酒中。他在市场上损失惨重，明显是死于自杀。伯纳德·巴鲁克通过低价买入证券获得了可观的利润，市场崩盘时只得将本打算卖空的股票卖出以弥补损失。

为了走出困境，摩根公司和库恩—勒布公司建议他们的经纪人暂停交割他们买进的股票。在法院下令之后，双方一致同意仅以每股150美元的短线价格执行交割。此后，哈里曼与摩根和希尔之间找到共同利益并达成妥协，从而组建包含大北方，北太平洋和伯灵顿铁路在内的证券控股公司。这个新实体就是资本额为4亿美元的北方证券公司。哈里曼曾在北太平洋董事会任职，并在公司拥有大量所有权。希尔和哈里曼之间的妥协是短暂的。1904年，北方证券公司业务的反竞争性被裁定违反了《谢尔曼反垄断法》，最高法院要求解散公司。此后，哈里曼和希尔之间的战争在俄勒冈铁路线上再次爆发。虽然北太平洋囤积被描述为最后一次铁路战争，但之后不久在路易斯维尔和纳什维尔铁路发生了另一场战争。J. P. 摩根在这场战斗中击败了伯纳德·巴鲁克，约翰·盖茨和埃德温·霍利。摩根从投机者手中买下路易斯维尔和纳什维尔铁路，巴鲁克在这项行动中赚了100多万美元。

北太平洋囤积并不是导致股市下跌的唯一事件。1901年9月，威廉·麦金利总统遭到暗杀后，股市大跌。另一次大跌发生在1902年12月。在这两

① "The Northern Pacific Corner Now Broken," *New York Times*, May 10, 1901, p. 1.

② "Disaster and Ruin in Falling Market," *New York Times*, May 10, 1901, p. 1.

个事件期间，财政部回购了债券，以期通过注入资金向市场提供流动性。1900 年至 1907 年，由于货币市场上危机四伏，财政部部长被要求“采取了非常值得质疑的政策，在银行大量存放公共资金以缓解威胁”。[①] 这标志着财政部进一步利用其资源去努力控制货币市场并承担着中央银行职能。

运输业股票从 1902 年的平均 250 美元跌至 1903 年的 200 美元出头。这给国内造成了巨大的财政压力。财政部部长继而允许将债券作为储备存入国家银行作为提供流动性的手段。于是保险公司将其债券借给银行用作储备金。此事件过后，银行开始收回贷款之后，引起承销商和辛迪加的证券销售困难，造成了 1903 年的“富人恐慌”。由于供应过剩，辛迪加在销售证券方面一直不太顺利。买家太少，发行新股票的公司又太多，股票投资中的投机进一步推动价格上升到不能支撑下去的水平。富人的恐慌引起了摩根公司担忧，并介入阻止证券价格下滑。摩根在这次恐慌中为银行提供了 5 000 万美元的准备金。摩根还有其他问题，1903 年联合钢铁公司没有支付股息，引起了股票价格大幅下挫。后来股票被回购了，公司的财富得以增长，股市也回升了。道琼斯指数在 1904 年至 1906 年翻了一番。投机者哈里·康坦特（Harry Content）在北太平洋囤积中几乎被摧毁，又在 1905 年的某个交易时段在纽约证券交易所重获国家铅业公司的控制权并站稳脚跟。也是那一年，纽约对面值 100 美元的每股转让征收 2 美分的税。随着交易量的增加，国家税收大增。

第 2 节　保险、银行和承销

保险

1885 年到 1910 年，人均人寿保险金额翻了两番以上。世纪之交，三家大型保险公司——公平人寿保险公司、共同人寿保险公司和纽约人寿保险公司被称为“赛车手”。第四大保险公司——保诚保险公司决定放弃“疾病保

---

① Nelson W. Aldrich, *The Work of the National Monetary Commission*, S. Doc. 406, 61st Cong., 2d sess., 1910, pp. 4 – 5.

险”，其业务增长主要来自大量行业保单销售。1898 年，曾经是黑奴的约翰·梅里克（John Merrick）在北卡罗来纳州达勒姆建立北卡罗来纳州共同人寿保险公司，它后来成为美国最大的、由黑人拥有并经营的企业。佛罗里达州的第一家保险公司是成立于 1901 年的美国人寿保险公司。伍德罗·威尔逊在 1902 年 3 月向纽约人寿保险公司（MLIC）支付了 290 美元的人寿保险费。更为复杂的保单被制定出来以满足不断增长的对储蓄方案的需求，以便增加个人财产。纽约人寿保险公司在 1896 年提供了一项为期 20 年的黄金债券保单，该公司以公司债券支付收益。这些债券在 20 年后以金币形式赎回，并支付 5% 的黄金利息。另一项保单则规定以担保、复利、金融债券的形式支付收益。该公司每年向保单贷记的之前支付所有保费的 3%。这些贷记金额可以用来支付未来的保费，并用金币支付。在世纪之交后提出的一种保险合同是年度债券合同，付款面额为 2 万美元，期限为 20 年。被保险人可以选择以每年 1 000 美元债券形式支付收益。

保险公司不断增长的储备为他们提供了大量的经济实力，也引起了争议。1905 年，未来的最高法院法官路易斯·布兰迪斯（Louis D. Brandeis）表示，保险公司是“今天最大的经济威胁”，作为“大工业”的债权人，他们使用自己的权力“自私、不诚实”和“低效率”。[①]“布兰迪斯的关注将通过在公平人寿保险公司展开的事件得到印证。该公司的创始人亨利·海德（Henry B. Hyde）在 1891 年去世时把大部分股票留给了他年仅 23 岁的儿子詹姆斯·海德。詹姆斯大肆炫耀自己的财富，显得他是不那么严谨的一位商人。海德为他的侄女在谢丽饭店（Sherry's，纽约一家餐厅）举办的首次社交宴会的花费据说高达 100 000 美元。这种奢侈的行为引发了相当多的批评，并呼吁公平人寿保险公司内的一些董事寻求剥夺海德对公平人寿的控制权。这些董事由詹姆斯·亚历山大——公平人寿保险公司的总裁领导。亚历山大希望公司实现互助化，即允许保单持有人选举董事。尽管一段时间内，公平人寿保险公司并未转换为一个互助的公司，但海德还是被迫将他的美元 250 万股票卖给

① Morton Keller, *The Life Insurance Enterprise*, 1885 – 1910, p. 32.

托马斯·瑞恩（Thomas Ryan），后者控制了包括地铁在内的纽约市公共交通系统。后来该股票的控制权被赋予三名受托人，其中包括前总统格罗弗·克利夫兰。

阿姆斯特朗调查案

纽约保险监督委员会因为海德的过度行为发起了一项调查，并提出有关海德如何每年只能获得 3 514 美元的股息，却能以 250 万美元出售其股票的问题。批评者担心的是，购买价格说明控制权溢价将使海德式的股票持有人抢劫保险公司。有人指控公司资产正在被浪费，并指控公平人寿保险公司的管理层不当使用会计程序。其中一些指控是由安德鲁·卡内基的前合伙人亨利·弗里克（Henry Frick）提出的。这些指控导致了丑闻，最终导致纽约立法机构任命了由参议员威廉·阿姆斯特朗（William W. Armstrong）亲自率领的调查委员会。

阿姆斯特朗委员会决定对包括公平人寿保险公司在内的所有纽约保险公司的活动进行广泛审查。总统西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）还敦促国会在 1904 年考虑公司局是否应该有保险管辖权。这项努力并未成功，但阿姆斯特朗委员会在纽约的调查将产生长远的影响。查尔斯·埃文斯·休斯（Charles Evans Hughes）担任阿姆斯特朗委员会的律师，这使他成为焦点人物，并帮助他成为纽约州州长。从那开始，休斯在 1909 年发起对证券业的调查，之后并担任最高法院的首席法官。阿姆斯特朗委员会提交了一份关于保险业的十卷报告，审查了包括人寿保险公司的组织、投资、政治捐款、游说和使用回扣等在内的诸多问题。阿姆斯特朗委员会的调查揭示了保险业内成员的某些侵权行为，包括旨在隐藏证券投资损失的“停车场”交易。在一个这样的计划中，纽约人寿保险公司在 1903 年 12 月 31 日以对等价格向摩根公司出售债券，并同意在年初之后以同样的价格（800 000 美元）立即回购。这一安排允许纽约人寿公司在年报中保留这些债券的减少的价值。身为纽约人寿保险公司的高级官员兼摩根公司合伙人的乔治·帕金斯（George W. Perkins）在阿姆斯特朗委员会调查另一项停车场计划之后被起诉。起诉书涉及帕

金斯为伪装某些铁路证券的虚假销售而大肆交易。表面上，帕金斯已将“铁路证券”卖给纽约证券和信托公司。事实上，信托公司将交易额当做贷款体现在自己的账户，并接受该股票作为贷款的抵押品。对帕金斯的起诉书于1907年被驳回。

阿姆斯特朗委员会认为，保险公司代表了少数个人和企业积累大量资本的某种趋势。委员会回应了路易斯布·兰德斯（Louis Brandeis）关注的“现代金融状况的趋势比资本和资产广泛组合的趋势产生了更多的担忧。”[1] 令委员会感到困扰的是，保险公司持有的大量储备越来越多地投资于股票市场，尤其偏爱铁路、公用事业和银行证券。阿姆斯特朗委员会建议禁止保险公司投资股票，因为保险公司可能会承担股东的责任。在这种情况下，保险公司将承担“所有权的责任，并且必须从保单持有人提供的累积中提供以维持企业”。[2] 这将危及保险公司持有的用于保障保单持有人的索赔储备金。阿姆斯特朗委员会试图禁止保险公司承销证券。阿姆斯特朗委员会还寻求标准化的保单格式，以澄清保险公司义务和保单持有人在索赔事件中的权利。委员会进一步建议，对代理人，特别是对他们的销售激励行为进行限制，以阻止向无经验的客户销售保险的滥用行为。

纽约颁布了通过阿姆斯特朗委员会若干建议的立法。禁止唐提式养老金计划，并通过现金储备金要求。为了限制保险公司的经济实力，立法机关禁止任何一家公司如果已经拥有10亿美元的有效保单，就不能开出超过1.5亿美元的新保单。尽管这种关于规模的限制后来松动了，但立法机构限制了保险公司投资房地产和普通股。另一项规定要求保险公司剥离银行股，保险公司被禁止担任证券承销商或从事证券联合交易。这项立法强制公平人寿保险公司出售其子公司，即由约翰·洛克菲勒，乔治·古尔德和库恩—勒布购买的公平信托公司。在1929年的股市崩溃后，公平信托公司将与大通国家银行合并。纽约以及其他州对保险公司投资施加的限制阻断了华尔街的大量资金

① Temporary National Economic Committee, *Investigation of Concentration of Economic Power*, 76th Cong., 3d sess., 1940, p. 7.

② 同上，p. 4.

来源。在1906年，保险公司持有的6%资产是股票。到1922年这个比例下降到1%。对金融家而言，这些销售的影响并非都不好。保险公司将他们的信托公司股票出售给控制了许多保险公司的投资银行家。卖来卖去只是意味着将股票从一个口袋装到另一个口袋，但这些口袋属于同一小撮投资银行家。

新方向

路易斯·布兰迪斯（Louis Brandeis）是马萨诸塞州的一个通过互助储蓄银行出售人寿保险的倡议者。该提议遵循了阿姆斯特朗调查委员会披露的保险公司维持“令人憎恶的高溢价和佣金，低保单价值和保留率”。[①] 马萨诸塞州于1907年颁布立法，允许互助储蓄银行提供人寿保险和年金保单。纽约和康涅狄格州在后来通过了类似的立法。这些法律限制了储蓄银行可以提供的保险金额。即便如此，到1998年，根据这些法律制定的保单还是涵盖了约100万人，保险价值500亿美元。

最初，保险公司为避免接受多重国家监管，对联邦监管有些“抵触”。然而该行业很快认识到，国家监管优于联邦监管。该行业继而认为其业务不是州际贸易的一部分，可以由国会管理且不受反垄断法律的约束。结果是联邦立法被避免了，行业恢复了增长。特别当汽车引发的伤亡高发，刺激了20世纪的伤亡保险的增长。旅行者保险公司在1897年向马萨诸塞州韦斯特菲尔德的吉尔伯特·洛米斯（Gilbert Loomis）发布了第一个汽车相关的保险保单，并在1900年支付了第一个与汽车相关的索赔。这一索赔涉及伊利诺伊州迪凯特的谢鲁尼莫斯·穆勒（Hieronymous Mueller）的死亡，他死亡的原因是，他在吸烟时向油罐加油。旅行者保险公司是世纪之交最强大的伤亡保险公司，其大部分收入依赖人寿保险。1906年在旧金山发生的地震对于火灾险和意外伤害险业务来说是一场灾难，这事件同时还有14个正在袭击美国造币厂的抢劫者的死亡。另一边，西奥多·罗斯福提倡将工人补偿计划作为工伤保险的一种形式。它建立了伤亡保险的无过失概念。这种折中使得赔偿受到限制而

① Michael White, “What Will It Take for Bank Insurance to Succeed in the United States?” University of North Carolina School of Law Banking Institute 2 (1998): 123-48, pp. 123-24.

且通常很少。到1919年，有37个州通过了这种方案。

银行业的新进入者

银行业在20世纪初期继续扩张。1896年和1907年，国有银行的数量增加了近6 000家。芝加哥清算协会要求定期检查其成员银行，纽约也通过了类似的规则。许多国有银行仍然没有足够的资本储备，这对整个银行系统构成危险。其他银行机构也在增长。1896年至1907年，信托公司的数量从约250家增加到近1 500家。到20世纪末，美国还有超过5 300家资产约5.7亿美元的储蓄机构。尽管进入美国的历程漫长，但信用合作社还是出现了。这些机构可以追溯到1844年在英国创建的罗奇代尔（Rochdale）合作商店。1848年法国成立人民银行，它是现代信用合作社的先驱。同年，比利时成立了一个信用社，同时由赫德塞多夫（Heddesdorf）前市长弗里德里希·威廉·莱富埃森（Friedrich Wilhelm Raiffeisen）创立的莱富埃森合作社于1849年开始在德国经营，它是农业信用社的一种形式。"信用合作社是由其成员客户（借款人和储户）拥有的合作机构。它们与商业银行不同，商业银行由股东和共同存款的中介机构拥有，这些中介机构仅由储户拥有。"[①] 信用社接受存折储蓄和发放消费贷款。美国的第一个储蓄互助社是由1909年在新罕布什尔州的圣玛丽教区创建的。它的创建始于1908年由总统威廉·霍华德·塔夫脱（William Howard Taft）写的一封信，这封信发给全国的州长敦促他们立法允许设立信用合作社。但只有四个州在1921年通过了这种立法。1909年通过的《马萨诸塞州信用社联盟法》旨在为工厂工人提供一个替代性的放款人。

货币市场

财政部部长莱斯利·肖（Leslie M. Shaw）信奉积极货币市场干预。他在1906年向金融体系注入资金，以确保繁荣的持续。肖表示，财政部有1亿美元可以从国家银行存取的资金稳定市场。肖确信这种技术将确保没有恐慌可

---

① Committee on Banking, Currency and Housing, *Financial Institutions and the Nation's Economy (FINE)*, *Discussion of Principles*, 94th Cong., 2d sess., 1976, p. 119.

能威胁美国，并且宣布，政府有责任“保护人民免受金融恐慌，金融恐慌是在这个国家造成更多的精神损伤和更多的肉体痛苦的元凶，胜过人类所知道的所有瘟疫”。[①] 在货币市场运作中，财政部做了一些自私的小动作。部长开始在银行减少政府资金的存款，除非具有美国债券担保。同时，在用政府债券担保政府资金的银行，存款也就增加。部长的计划是使政府债券稀缺，并增加政府发行的巴拿马债券的计划销售价格。“这实际上是试图扭曲现有美国债券的市场，以获得更高的新债务价格。”[②] 财政部部长被批评实施了其他金融安排。当他同意向银行存入政府资金以抵消黄金进口的认捐时，他的表现带有偏向性。当黄金到达美国时，存款才被归还，但是纽约国家城市银行被允许在财政部的行动公布前两周收到这类存款。这在当时引发了针对国家城市银行的大量批评。

一位批评家指出，“财政部对货币市场的操纵已经太过了，以至于部长大人似乎过多地，不仅在危机时期，而且在其他时候也在货币市场上进行干预。他觉得他必须在秋天把钱存入银行以满足秋天的谷物收购，然后在粮食流通后取出以缓解货币市场压力”。财政部其时用纽约银行继续持有来自内部或“国家”银行的大量存款来回应这个事实。[③] 这些存款被借入到短期资金市场，但是当国家银行需要资金以满足农业周期的需求时，货币供应发生了季节性变化。这些波动间或导致纽约市的资金过剩。这种过度导致贷款利率降低，并引起了投机。然后，商业活动增加，当收获作物时，现金需求将进一步增加，又将导致纽约的资金继续紧张。然后这将导致出现保证金贷款，并且随着销售订单增加为筹集必要的资金，市场将被带动下行，甚至是通过暴力的形式。

消费信贷

在世纪之交，许多小额贷款公司正在运营。托尔曼（D. H. Tolman）在

① National Monetary Commission, *The Independent Treasury of the United States and Its Relations to the Banks of the Country*, S. Doc. 587, 61st Cong., 2d sess., 1910, p. 144.

② 同上，p. 142.

③ William O. Scroggs, *A Century of Banking Progress*, p. 254.

63 个城市设有贷款办事处。托尔曼使用工资分配作为他的贷款担保，声称他的办公室是“工薪层买家”。这些小额贷款机构雇用的妇女被指控扮演了“控诉者”角色——他们找到欠款的借款人，并在其家人和同事面前斥责他们使其感到尴尬。[1] 消费者分期贷款渐渐成了“洋基贩子”的长期饭票。纽约州高利贷法豁免了超过 5 000 美元的贷款，这些贷款在需要时支付，并通过股票等抵押品抵押。这允许短期资金市场在被拒绝其他信用操作的情况下灵活运行。一种被称为“金字塔”的做法涉及因其价值增值而获得更多股票的信贷。然后，追加信贷用于以保证金购买更多股票。这使得投资者的利润随着市场的上涨而上升，但是当市场下跌时，也会导致多重损失。

银行分行在世纪之交后仍然发展有限。在 1901 年，在美国有 47 家银行，总共有 85 个分行。这些银行中有 13 家在纽约。由于国家银行不允许开设分支机构，美国的银行数量扩大到数千。大多数银行规模很小，但即使是小银行的失败也会产生严重的影响，特别是在纽约这样的货币中心。当银行分行被禁止时连锁银行成立了。这些银行有自己的章程，但都由一个中央集团或公司拥有。其中一些连锁银行最终将控制 100 多家银行。加利福尼亚州的一个商人彼得·贾尼尼（Peter Giannini）在加利福尼亚州扩大了他的业务，因为该州的立法机构减少了建立分行的限制。1904 年贾尼尼在一个改装大厅建立了意大利银行，它后来演变成美国银行。贾尼尼为他的银行挨家挨户拜访客户。他经常做小额贷款，小到只要 25 美元，他还在报纸上为自己客户做广告。旧金山地震之后，贾尼尼获得了他的银行经营权。1907 年，贾尼尼在旧金山开设了他的第一家分行。两年后，加州立法机构允许全州的银行开立分行。贾尼尼之后在圣荷西购买了一家银行并开设一家分行，之后使之成为意大利银行的分行。他后来进行了几次这样的收购。富国银行于 1905 年分离了银行业务和快递业务。从那时起，富国银行受到爱德华·哈里曼（Edward H. Harriman）的控制。

---

① Lendol Calder, Financing the American Dream: *A Cultural History of Consumer Credit*, p. 54.

大银行

进入20世纪，最大的国家银行是国家城市银行，它由洛克菲勒家族、J. P. 摩根和来自库恩—勒布的雅各布·希夫控制。1897年，国家城市银行在与第三国家银行合并后进一步扩大。1902年，美国货币监理署下令国家银行限制其承销活动或彻底拆分投资银行业务。为了规避这一规定，作为第一国家银行的附属机构，芝加哥第一信托公司和芝加哥储蓄银行于1903年成立了。第一信托公司专为银行的客户进行证券活动。美国银行家公司成立于1902年，目的是在美国40多个城市建立信托公司。该公司表示，"周到的财务预测学徒"信托公司将具有"超越所有其他银行机构的最高能力"。[①] 国家银行仍然不被允许以信托权力行事。

第一国家银行的詹姆斯·福尔根（James B. Forgan）在1903年创建了"芝加哥计划"，即由国家银行收购信托公司，以便他们可以间接提供信托服务，该计划被国家银行法律禁止了。根据该计划，银行和信托公司的股东是相同的。银行家信托公司由亨利·戴维森（Henry Davison）建立，负责处理商业银行被禁止从事的信托业务活动。银行家信托宣布，与其他信托公司不同，它不会与银行竞争存款业务。当其创立银行信托公司时，亨利·戴维森成为第一国家银行的副总裁。银行家信托由三个受托人管理，所有这些人都与J. P. 摩根结盟。这就导致大家将这家信托公司视为摩根家族相关的实体，但是银行信托公司的最初董事会代表了在纽约、芝加哥和其他城市的几个大商业银行，比如布莱尔公司和基德尔—皮博迪公司。

另一个金融巨人是制造商信托公司，它成立于1905年。到1910年，它已经有1 000个在财报中进行陈述的信托公司。北美信托公司声称其资产在20世纪初超过1 900万美元。1901年，美国信托公司作为受托人、接管人、委员会、遗嘱执行人、监护人、管理人、受让人、注册商、转让人和财务代理人拥有约2 200万美元的资产。其允许为存款支付利息，并按"合约"要

---

① *New York Times*, October 9, 1902, p. 13.

求充当纽约的棉花、咖啡和纽约其他商品交易的保管人。其董事包括大名鼎鼎的投机者杰伊·古尔德（Jay Gould）的儿子弗兰克·杰伊·古尔德（Frank Jay Gould）。西奥多·罗斯福总统以阿斯特信托公司的名义开支票，其中包含一张给美国运通公司的金额为31美元的支票。芝加哥第一国家银行于1863年7月1日开始营业，于1900年与联邦国家银行合并，于1902年与大都会国家银行合并，后于1904年开设了第一信托和储蓄银行专为零售客户服务。皇家信托公司在《芝加哥论坛报》做广告，宣传只需一个美元便可开立利率3%的小储蓄账户。

新泽西商业信托公司提供"纽约市银行的设施"，包括存款利息和"异地特殊条款支票"。[①] 虽然当时大多数银行清算所不支持收集外地支票，但他们还是要求自己的会员单位开办业务并收取这些项目的定额费用。纽约结算所要求所有信托公司按照储备金要求通过其成员进行清算。于是一些信托公司便放弃了他们的票据交换所特权。这也在一段时间内避免了问题产生，但纽约州在1906年对信托公司规定了储备金要求，并在1907年发布这些要求。问题依然存在。

投资银行业务

在世纪交替之前，大多数公司普遍面临着证券发行不成功的风险。投资银行家经常被要求在发行人的董事会任职，以使他们对其公司的证券感兴趣。反过来，投资银行家也接近他们的"愿意承担所涉及的风险的，富有的朋友和其他有钱人，请求他们参与"并提供帮助。商业银行在其中参与了大量活动。[②] 这种随意的融资行为逐渐被企业委托承销方式所取代。高盛公司（Goldman Sachs & Co.）根据纽约州立法成为参股方，但随后又回归了合伙关系。它仍然是一家商业票据公司，但业已扩大到包括高等级债券在内的其他业务。1906年，高盛公司开始参与承销业务，第一个客户是后来成为通用雪茄公司的联合雪茄制造厂。高盛公司没有资源自行实施联合雪茄的承销，所

① *New York Times*, November 4, 1913, p. 13.

② *United States v. Morgan*, p. 639.

以亨利·高盛（Henry Goldman）请求雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）的菲利普·雷曼（Philip Lehman）的帮助。雷曼兄弟当时从事的是证券投资，以及在纽约的棉花、咖啡和农产品交易所进行商品交易。

在1906年，高盛公司有另一个机会为西尔斯—罗巴克公司（Sears，Roebuck & Co.）承保，雷曼兄弟再次加入。这是一单包含1 000万美元优先股及普通股的发行生意，优先股被出售给公众，承销商保留普通股。高盛公司和雷曼兄弟作为承销商一直保持密切合作直至20世纪30年代，其间他们实施并管理了包括古德里奇（BF Goodrich）、五月百货公司（May Department Stores Company）和沃尔沃思公司（F. W. Woolworth Co.）在内的100多单承销。高盛公司还与一家在伦敦的投资银行——佳华父子公司（Kleinwort，Sons & Co.）联合参与承销业务。高盛公司在这些承销中对发行人的购买价格采取了包销方式。根据这种方式，一家投资银行公司同意以指定的价格向发行人购买证券。购买整单发行的投资银行公司被称为“银行发起方”或“公开发行机构”。银行发起方形成了一个“包销证券财团”，并以更高的价格在包销证券财团中把投资银行的证券划分出来。银行发起方管理包销证券财团的证券销售。有时会形成一个更大的财团（“银行财团”）。包销证券财团将以高于向银行发起方支付价格的报价将其证券出售给银行财团。在发行期间，财团设法维持证券的固定价格，称为“公开发售价”。财团成员在市场交易中维持该价格，并协调其销售业务。

公司借款行为风行一时。在1906年的新债券发行中，哈维·菲尔斯父子（Harvey Fisk & Son）以1 200万美元的伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel Company）首次展期抵押贷款发起承销5%黄金债券，1926年1月到期。商业信贷票据正在使用中，主要还是2个月或3个月期限的银行商业票据。因为客户将在付款之前对票据进行支付，所以银行实际上并没有提前被占用任何现金。这些以银行信用为担保或承兑的票据，客户可以基于商业用途来出售或贴现。这些商业票据在银行和商业企业之间开始流通起来。一种称为融通票据的新型工具在1906年开始被使用。这些票据用于提前备货，而非实际批售商品。许多融通票据被美国从伦敦提取，并将从伦敦支取黄金。融通票据是一种银

行承兑商业票据形式，到 1913 年其发展便超过商业票据。

经济的整合

20 世纪初，英国投资信托基金对美国证券进行了大量投资。1906 年和 1907 年由瑞士伯尔尼一家大型银行的董事组织的两个信托基金预示了一些未来的滥用行为。他们被用作不良投资的倾销地。亚历山大基金（Alexander Fund）是一家成立于 1907 年的位于费城的公司，专营收购公共认购资金，这些资金将通过公共资金池进行投资。不过这种投资方式在 20 世纪 20 年代之前增长缓慢。巨大财富在慢慢积累，各种发明纷纷涌现，世界在改变。1900 年，电话线达到 100 万英里，无线电也发展起来。电影业是另一个增长的行业。到 1910 年，在美国有大约 10 000 家电影院在运营。各种商业帝国蓬勃发展，威尔霍瑟（Weyerhauser）家族在世纪之交拥有约 6 万平方英里的林场。马歇尔·菲尔德公司（Marshall Field & Co.）是一家芝加哥百货公司，其 1906 年营业额达到 5 000 万美元，它们凭信用出售货物，现金偿付期限有 30 天或 60 天，当然偿付必须及时。

伴随着新开采资源的发现，石油业继续增长。石油将创造一大批百万富翁，他们中会出现世界上最富有的人。20 世纪伊始，美国人喜欢的汽油动力汽车成为财富的另一个来源。美国的汽车数量从 1898 年的 800 辆增加到 1900 年的 8 000 辆。汽车快速取代铁路成为交通业和金融业中心，也成为美国大规模工业扩张的基础。汽车也将在接踵而来的 21 世纪创造大量资本需求，并借此扩张美国的消费信贷。尽管有《谢尔曼反垄断法》，进入 20 世纪，美国依然涌现了 300 多个信托公司。然而，一股新生力量出现了。西奥多·罗斯福（Theodore Roosevelt）是大企业的敌人。1903 年，司法部成立了反垄断局，它的预算每年只有区区 10 万美元，在罗斯福当政时期，政府用来提起反垄断诉讼案的律师平均只有五名。然而，北方证券案使罗斯福赢得“反垄断者”的声誉，标志着联邦政府咄咄逼人应对大企业整合的态度。在采取行动之前，J. P. 摩根在总统办公室拜会西奥多·罗斯福，试图说服他不要诉诸法律。他诚恳地对总统说，“如果我们做错了什么，让你和我都派下面的人一起去好好

解决。”罗斯福拒绝了这一提议。

一个大型的行业整合涉及美国烟草公司，它成立于1904年，控制了烟草行业的大部分。伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）在烟草行业合并的交易中获得了巨大的利润。针对烟草公司以及钢铁信托、收割机信托和其他种种的反诉讼开始了。1906年，新泽西标准石油（Standard Oil of New Jersey）被指控超过收受500项非法回扣并被罚款2 900万美元。反垄断的另一次胜利是最高法院的判决[①]，要求肉类包装商根据1906年的《赫本法案》停止其收受非法回扣的做法，该法案授权州商业委员会设定最高运费率。还有其他一些诉讼打破了铁路行业内的关联董事会。

西奥多·罗斯福通过对大公司收集信息、加强控制来完善政府反垄断工作的效果之一，是在商务和劳工部内设立了一个公司管理局。该局由前总统的儿子詹姆斯·加菲尔德（James R. Garfield）率领。然而，该局声称它对没有在州贸易中开展业务的企业没有管辖权，这大大削弱了它的作用。公司管理局调查的企业中有标准石油（Standard Oil）。尽管该局断言，美国钢铁公司（the United States Steel Corporation）的发行额（超过10亿美元）仅为票面价值一半，但它没有权力对这种滥用采取任何行动。公司管理局还试图通过一项关于公司的联邦宪章但遭到失败。1914年公司管理局与联邦贸易委员会合并了。

证券信息披露

关于世纪之交向公众出售的证券的资料很少。招股说明书“仅仅是通知”。[②] 工业委员会在1902年建议公司必须公布其活动报告，并向股东提供年度财务报告。这个委员会是1898年由国会成立的，用于对工业进行监管。委员会由9名行业代表和10名国会成员组成，委员会建议如有公司发布误导性的招股说明书应要求其承担法律责任，但这些建议未被采纳。纽约证券交易所逐渐开始要求上市公司提供更多的信息披露。例如，1906年纽约证券交易

① *Swift & Co. v. United States*, 196 U. S. 375 (1905).

② *United States v. Morgan*, p. 639.

所要求西尔斯—罗巴克公司（Sears, Roebuck & Co.）每年公布其财务业绩，于是公司被迫接受不再投机自己的股票。个别公司的信息也通过其他来源被收集和披露。1900 年，约翰·穆迪（John Moody）开始经营一个“统计局”来专门收集和公布证券方面的信息。《穆迪手册》就是其致力于为企业提供信用和投资决策信息的生动写照。[①] 后来穆迪的公司被邓白氏集团（Dunn & Bradstreet）收购。

第 3 节　1907 年恐慌

道琼斯工业平均指数从 1904 年到 1906 年增长了一倍。随着股票价格飙升，华尔街投机行为甚嚣尘上。库恩—勒布公司的雅各布·希夫提出要变革美国货币体系。他警告说，没有改革，就会出现另一次恐慌，“相比之下，之前的三次将只是孩子般的玩耍”，可见其严重性。他的依据是暴力投机已经开始推高价格。“矿业股热潮”出现了，似乎整个国家都在购买毫无价值的金银矿业股。[②] 1905 年底的短期贷款利率是 25% 甚至更高，利率在第二年上升到 60%。道琼斯工业平均指数在 1906 年 1 月 12 日首次达到 100 点。证券价格开始下跌。1907 年的“三月恐慌”一举击破 20 亿美元的股票市场价值。联合太平洋（Union Pacific）股票在一天内下跌 25 美元。这种恐慌受到财政部的干预，但问题仍在继续。纽约市试图在 1907 年 6 月发行 2 900 万美元，利率 4% 的债券。但只有 200 万美元被潜在买家订购，这次失败是因为 4% 的利率太低。市场回升始于 1906 年 7 月，美国钢铁公司宣布恢复股利。在接下来的一个月，联合太平洋股利从 6% 增加到 10%。就像烈火烹油，另一个投机狂欢开始了。

1907 年 8 月，财政部部长宣布他将在美国各家银行存款 2 800 万美元，以缓解通常在每年秋天发生的货币供应短缺问题。这应是个好消息，无奈天有不测风云。旧金山市不能在纽约放贷，埃及股票交易所也像东京交易所一

① Charles J. Rolo and George J. Nelson, eds., *The Anatomy of Wall Street*, p. 18.

② Moody, *Masters of Capital*, pp. 139 – 40.

样崩溃了，法国遇到了麻烦，西屋和波士顿发生了债券承销问题。美国钢铁公司又一次受挫，宣布利润下降。组建航运联盟失败了。紧随其后的是铜业投机这一爆炸性事件。一群投机分子一直在使用国家城市银行和另外几个纽约银行来控制铜市场。这伙人的核心人物是商业国家银行兼大股东，总裁弗雷德里克·海因泽（Frederick A. Heinze）。海因泽通过在蒙大拿州高度投机的铜业交易中掘得人生第一桶金，又利用商业银行的资产进一步进行铜业投机。海因泽认为他已经垄断了联合铜业的股票，直到他受到卖空者大量冲击，1907 年 10 月铜价开始下跌，联合铜业股票价格两小时内下跌 35 点。控股亚纳康达铜业（Anaconda Copper）的联合铜业（Amalgamated Copper）的股票遭受重创，股价下跌 70 美元。海因泽的经纪公司惨败，触发了储户对商业国家银行的挤兑。有人指控是标准石油公司破坏了海因泽的铜业投机计划，目的是报早年被海因泽在其他交易中打击过的一箭之仇。铜业投机事件殃及其他商业银行也发生了挤兑。

纽约结算所愿意提供援助以挽救商业国家银行，条件是海因泽及其整个董事会下台。其中一位董事是莫里斯（C. F. Morris），他是“即使以美式投机标准判断，也算在工业和银行业的活动中具有极端性质”的投机分子。在其他相关计划中，莫里斯为了垄断纽约市的冰激凌销售市场，指使美国冰激凌公司贿赂市长 50 万美元的股票，事情曝光后造成巨大的丑闻。美国冰激凌公司本来是美国第五大公司，但就这么倒闭了。莫里斯还企图控制纽约的银行业，他通过使用一家银行的股票作为抵押以获得贷款，从而购买其他银行的股票。商业国家银行遇到麻烦后他的银行也遭到攻击。结算所拒绝向莫里斯的银行提供援助，除非他彻底退出纽约的银行业。同时被结算所排斥的还有拥有机械和贸易商银行的托马斯（E. R. and O. F. Thomas）。[①]

约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller）试图通过在 1907 年 9 月在纽约银行存入债券来稳定市场。这种援助被法官科尼苏·马丁·兰迪斯（Kenesaw Mountain Landis）抵消。这位法官曾在 1907 年秋季对标准石油公司罚款超过

① James G. Cannon, *Clearing Houses*, pp. 248 - 49.

2 900万美元，使得标准石油的股价从500美元跌至421美元。更多坏消息来了。信托公司被证明是一种危险事物。他们“从事的业务远远超出了保守做法的限度，特别是没有通过足够的储备来保护他们的存款”。[①] 1903年，纽约结算所要求信托公司必须保留10%的储备存款。为避免这种要求，信托公司退出纽约结算所，并开始通过被视为摩根银行系的国家商业银行结算。1907年10月，国家商业银行宣布将与存款额超过6 000万美元的纽约第三大信托公司尼克伯克公司（Knickerbocker Trust）停止清算关系。没有了清算代理，银行或信托公司基本无法生存。尼克伯克在面临挤兑开始的三个小时内支付了800万美元后被迫暂停，并在1907年10月22日关门。尼克伯克的问题是其总裁查尔斯·巴尼（Charles T. Barney）滥用投机的结果，他曾协助弗雷德里克·海因泽企图垄断统一铜业公司股票。巴尼在尼克伯克失败后开枪自杀。“但子弹的进入角度真的不可思议——通过银行家的腹部，验尸官在十多年来从未见过这样的自杀方式。”[②]巴尼的死亡据说“在银行储户中产生了一波自杀浪潮”。[③]

J. P. 摩根投入救援

尼克伯克信托公司的倒闭触发了1907年恐慌，这是美国历史上最严重的恐慌之一。由于储户想取回存款，半夜在银行外排起了长队。随后出现了包括美国国家银行在内的许多倒闭。1907年10月23日，储户开始了在美国信托公司的持续两个星期的挤兑，美国信托公司因此支付了3 400万美元。另一个挤兑是在林肯信托公司（Lincoln Trust Company）。这两家信托公司的行为都很鲁莽。“他们的招商方法是出奇的高存款利息，免费托收异地支票，这些统统被视为不安全的，甚至是海盗式的。”[④] 挤兑导致资金匮乏，短期贷款利

---

① Davis Rich Dewey, *Financial History of the United States*, p. 481.

② James Grant, *Money of the Mind: Borrowing and Lending in America from the Civil War to Michael Milken*, p. 116.

③ Ron Chernow, *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, p. 123.

④ Scroggs, *Century of Banking Progress*, p. 260.

率上升到125%。经纪人开始要求客户只能通过出售他们的证券来交足保证金，这又进一步给证券市场带来压力。匹兹堡证券交易所暂停运作，随着恐慌蔓延而开始亏损。大恐慌过后，有2 000家公司倒闭，100多个州银行倒闭，还有约30个国家银行也倒闭了。

1907年恐慌导致货币中心银行暂停将银行存款兑换为货币。储蓄银行为了保证自己储备不被挤兑，要求提前60~90天通知才可取款。货币囤积情况普遍发生。在恐慌期间，估计有将近3亿美元退出流通。结算所证书和其他紧急"货币"开始由结算所银行和个别制造商以及公司发行。为了满足货币需求，纽约银行向财政部提供了3 600万美元的小额票据。据称纽约结算所延迟发放证书的行为加剧了恐慌。结算所拒绝向不是其成员并陷入困境的信托公司提供援助。特别是拒绝对尼克伯克信托公司施以援手，因为它既不是成员，也不是银行。信托公司停止使用票据交换所证书，开始向储户支付结算所银行支票，这一策略旨在阻止其现金储备的损失。

一个国会委员会后来指出，结算所贷款证书是"没有法律授权"颁发的。[①] 但这并不能阻止其使用。全国各城市的结算所纷纷使用了贷款证书。在1907年恐慌期间，总共发行了超过2.5亿美元的结算所证书，以便向货币体系提供流动性。但货币短缺依然存在。货币在恐慌后的两个月内以高达4%的溢价出售。一些银行开始印刷临时凭证。旧金山银行使用了由旧金山结算所协会发行的结算所临时凭证，而意大利银行继续向其存款人支付黄金或法定货币。这大大提高了意大利银行在旧金山的声誉。在全国其他城镇和城市，货币短缺导致在制造业公司和其他机构大量使用现金支票和付款支票。联邦政府在处理危机方面显得很无奈。相比之下，一个人成为了国家的救主。他是一个不太可能的，不被赏识，应付高薪的英雄。这个人就是J. P. 摩根，扮演了"联邦储备银行"的角色以制止恐慌。[②]

1907年10月20日，摩根会见了詹姆斯·基恩，E. H. 哈里曼，詹姆斯·斯蒂尔曼（James Stillman），乔治·贝克（George F. Baker）和其他人。大家

---

① U. S. House, H. Rpt. 1593, 62d Cong., 3d sess., 1913, pp. 21-22.

② Paul B. Trescott, *Financing American Enterprise*, p. 127.

一致同意协助摩根挽救银行体系。纽约结算所经理威廉·谢列尔（William Sherer）也加入支持行列。为了拯救美国的信托公司，J. P. 摩根提供了来自第一国家银行的乔治·贝克和国家城市银行的詹姆斯·斯蒂尔曼的300万美元。其中一部分资金来自国家城市银行的洛克菲勒存款。林肯信托公司和美国信托公司的股份被置于信托公司总裁委员会的控制之下，后者自称为联合信托集团。该集团向美国信托公司借出了2 500万美元，向林肯信托公司提供了500万美元的结算所证书。摩根为美国信托公司安排了另外100万美元的贷款。这两家信托公司获得生存并得以偿还贷款，但恐慌仍在继续。

纽约证券交易所主席冉森·托马斯（Ransom H. Thomas）向摩根提议，需要2 500万美元来拯救大约60家经纪公司。托马斯警告摩根这笔钱必须立即到账，否则交易所必须尽早关闭。获知这将进一步使市场恶化后，摩根在很短时间筹集了资金，并宣布短期拆借利率10%。摩根让银行和信托公司筹集额外资金，以缓解其他信托公司的挤兑。摩根还希望财政部将信托基金存入信托公司，但财政部资金只允许在国家银行存款。摩根将他在其他银行的2 500万美元存款贷款给信托公司，但还是不够，需要更多的补充资金。1907年10月21日至10月31日，财政部向纽约市的国家银行提供了3 600万美元，银行又将这些资金提供给信托公司用以满足存款人的取款要求。

恐慌依旧。1907年11月2日，星期六，J. P. 摩根将包括50多位纽约银行家和信托公司总裁在内的一群人召集至他位于第五大道的私宅。摩根软硬兼施，将这些金融家留在他的图书馆里，直到他们同意提供更多的资金来阻止恐慌。摩根要求信托公司总裁必须筹集2 500万美元。他们终于应允。“但如果没有摩根先生的强大影响力，很可能不会有这样统一的行动。这无疑是我们的中央货币市场的一个弱点，有影响力的信贷机构必须为自身利益和总体优势的双赢而行动。”[①] 除了这些行为，摩根还使用从银行家处收集的作为在纽约证券交易所大厅提供短期借款的基金，这些资金也用于挽救林肯信托公司。

---

① Cannon, *Clearing Houses*, p. 255.

约翰·洛克菲勒说，如果能够阻止1907年的恐慌，他会献出自己一半身家的证券。洛克菲勒似乎信守这一承诺。他向国家城市银行存入了1 000万美元，并为J. P. 摩根捐助了为稳定股票市场而设的2 500万美元基金。为了给短期拆借市场的公告提供最戏剧性的效果，从而恢复信心，大家决定告知公众J. P. 摩根正在安排这些资金的交付。斯蒂尔曼寻求的是国家城市银行的荣誉，而其他结算所成员则认为这是对银行的一次免费广告。正如所计划的，这项公告阻止了恐慌之潮，并维系纽约证券交易所开放。还有资金正在屯聚，但被证明是不必要的。短期拆借资金的短缺只有200万美元了。为了进一步协助市场，J. P. 摩根提出了空头卖家将被"妥善照顾"这个词，这有助于阻止这种活动。[①]

摩根寻求更多的实质性救济，以诱使更多的黄金进入美国。这项努力成功的致使流入达1亿美元黄金。除此之外，摩根正在购买汇票以强制从欧洲运来黄金。他从英格兰银行获得了1 000万美元的黄金并运抵卢西塔尼亚。在危机期间，许多人向财政部呼吁通过偿还政府的未偿还贷款或通过发行基于黄金存款的额外货币来提供更多的资金。财政部拒绝，原因是现行法律不允许采取这样的减轻货币严格性的步骤。如前所述，为了帮助摩根并提供流动性，财政部愿意也确实向纽约银行存入资金。总统西奥多·罗斯福，在南方银行家的敦促下，将另一个5 000万美元的联邦存款存放到其银行，帮助他们渡过流动性危机。然而，在应对危机方面，政府的努力还是远不够的。

摩根正在忙着四处救火。纽约市的资金危机在1907年的恐慌中恶化。1907年10月28日，纽约市长向摩根，贝克和斯蒂尔曼告知，由于纽约市缺乏资金，需要3 000万美元来支付工资和其他债务。短期拆借费率达到150%，城市面临破产。三位金融家通过6%付息的市政收入债券筹集到了这笔款项。在恐慌期间遇到的另一个大问题涉及摩尔—施利（Moore & Schley）公司，它是一家致力于行业合并的投资银行公司。这是仅次于摩根公司的投资公司兼华尔街最大的经纪公司。摩尔—施利公司在田纳西州煤炭、钢铁和铁路公司运作着一个投机坐

---

① John Steele Gordon, "History Repeats in Finance Company Bailouts," *Wall Street Journal*, October 7, 1998, p. A22.

庄同盟，但不能偿还已经由田纳西煤炭证券担保的贷款。如果摩尔—施利公司倒闭，许多其他公司会紧随其后。为了拯救这家公司，摩根安排美国钢铁公司收购了来自摩尔—施利公司的田纳西煤炭，钢铁和铁路公司的股票。西奥多·罗斯福授予这项交易反垄断豁免权。这阻止了恐慌，同时也使摩根有利可图，但美国钢铁公司接管田纳西煤炭后来成了令人关注的话题。西奥多·罗斯福被批评为支持合并。这些和其他指控致使西奥多·罗斯福组就自己的政党，在1912 年才再次努力成为总统。

恐慌的影响

这个国家处于飘摇之中，且被 1907 年恐慌的突发和剧烈所震惊。参议员纳尔逊·奥尔德里奇（Nelson Aldrich）后来指出，“国家从信贷全面崩塌，价值观全面破坏的危险边缘逃离。”他断言：

> 对全国绝大多数人来说，这一打击是毫无预警的，我们大多数的银行机构状况良好，各种各样的生意都很红火，劳动力充分就业，工资令人满意，各行各业欣欣向荣。我们的人民对未来充满希望和信心。突然间，我国银行暂停付款并承认无力履行目前的应付款。这一暂停的结果立即成为切肤之痛；无论如何也不能获得资金或信贷来收购粮食或进行普通的商业活动；国内交易所完全中断交易；倒闭和财务困窘严重影响了每个行业；数以千计的人被赶出了工作岗位，工人的工资减少了。[1]

当然，也有某些人从 1907 年的恐慌中获利。被称为“少年赌客”的杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore），便能够从投机活动中获利 25 万美元。

西屋电气公司（Westinghouse Electric Company）在 1893 年的恐慌中曾遇到麻烦，但在 1907 年恐慌期间遇到了更多的困难。公司的各项借款高度杠杆化，包括 1 500 万美元的 5% 可转换基金债券；3 年期 600 万美元的 5% 担保信托票据；250 万美元的 5% 公司债券证书；800 万美元的银行贷款；200 万美元

---

① Aldrich, *Work of the National Monetary Commission*, pp. 3 – 4.

的贸易信贷债券；400 万美元的优先股。在 1907 年，西屋电气出售了另外 350 万美元的可转换基金债券和 270 万美元的 2 年期抵押票据，以法郎或英镑支付。由于 1907 年发生的恐慌，西屋公司无法履行其付款义务而处于被接管状态。西屋电气以及那些因恐慌受损者都将得以恢复，其中包括约翰·穆迪（John Moody），此前他迫于形势向罗杰·巴布森（Roger W. Babson）出售了他的在 1909 年就开始对铁路债券进行评级的穆迪手册公司。此后穆迪恢复了对《穆迪手册》的控制，并开始出版《穆迪氏债券评级》。而罗杰·巴布森则开始出版《巴布森氏报告》。

休斯委员会

1907 年的恐慌致使纽约发生了另一次大规模调查。州证券及商品投机委员会于 1909 年 6 月 7 日向在阿姆斯特朗委员会调查案后成为纽约州长的查尔斯·休斯（Charles E. Hughes）提交报告。耐人寻味的是，有人声称 1907 年大恐慌是因为休斯曾担任律师的阿姆斯特朗委员会促使保险公司将其储备金从华尔街提走而导致的。这一行动加剧了流动性问题，阻碍了摩根用人寿保险公司的储备金去支持市场。

休斯委员会发现，虽然证券市场提供了有效服务，但投机在市场中发挥的重要作用更大。委员会的结论是，“毫无疑问，交易所交易中只有一小部分是投资性质的；一个重要的部分实际上可被描述为赌博。”休斯委员会指出，“投机包括预测价值的变化和利用变化来买卖获利；这可能是完全合法的，可能是纯粹的赌博，也可能是二者兼具的某种事物。”到 20 世纪初，法院认为，无论是商品还是证券，如果没有意图真正去拥有或出售财产，则这种投机就是赌博。只要有意图实际购买和卖出股票，则购买由经纪人持有的股票并转售就不被认为是赌博。如果目的纯为支配股票价格的变动，那么交易就是非法赌博。这些规则适用于商品交易。商品交易所的技术性交货条款允许投机者规避赌博限制，即便是抵消交易，而“敲定结算”允许投机者押注价格变化。

关于投机行为，休斯委员会关注到的不仅是赌博，还发现其有用的一面。投机能对商品价格进行套期保值，投机可以“稳定”证券和商品价格。如果

没有投机，商人和制造商将承担价格变化的风险。委员会认为将破坏性赌博与有益于市场的交易区分开来非常困难。不过，休斯委员会谴责这样一个事实，即许多小规模的简单客户被诱导来投机期货和证券市场。委员会指出，这些小投机者通常会损失投资，结果便是需要持续涌入新客户来维持经纪公司的销售业绩。休斯委员会拒绝了关于禁止保证金交易的建议，因其鼓励赌博，而委员会恳切建议将惯例保证金提高到至少20% 的水平。休斯委员会还担心未经客户同意，经纪人擅自动用而抵押客户的证券，因此要求立法，使经纪人破产时从客户处获得证券或现金，或经纪人在客户支付了证券价值后再度将其出售，都是犯罪行为。

休斯委员会发现，经纪公司的分支机构被用来以投机方式出售证券。这些办公室“通常装饰豪华，有的还配有午餐室，纸牌和美酒，大多倾向于通过生理舒适感来增加股票的诱惑力，去吸引来许多本无投机意愿的人”。① 休斯委员会认为，应允许客户为虚拟销售造成的损失获得三重赔偿。卖空是交易所的另一个被批评的做法。美国冰激凌公司股票的操纵引起了休斯委员会的特别关注和批评。尽管纽约已于1812 年禁止卖空，但该立法在1858 年被废除。此后做空成为市场常见特征交易之一，并常常是滥用的主题。卖方经常进行“熊袭”，即试图大量抛空，压低价格，以便以较低的价格来做空，从而为卖空者带来利润。操纵价格是空头袭击期间的一种常见做法。

休斯委员会批评纽约证券交易所，认为纽约证券交易所的结算所鼓励具有操纵性或赌博性质的交易，在交易中没有采取足够的措施来防止不法行为，这可能是由于经纪人之间的“同僚精神”，导致他们忽视了其同事的不当行为。当纽约证券交易所发现经纪公司资不抵债时，对其惩罚是严厉的。不幸的是，这种行动往往是为时已晚。经纪公司倒闭的原因是，为防止损失客户，即使在破产后，公司仍继续经营业务。基于之前没有要求对经纪公司的账簿和记录进行检查，休斯委员会建议这种检查由纽约证券交易所而不是由政府机构进行，原因是客户证券交易具有保密性质。

① Van Antwerp, *Stock Exchange from Within*, p. 426.

休斯委员会进一步建议纽约证券交易所要求在交易所上市的所有公司提供财务报告。这些报告包括资产负债表，收入和支出报表，且被公开披露。休斯委员会敦促纽约证券交易所提高上市要求，并建议取消纽约证券交易所非上市交易部门。委员会提出的其他建议预示着目前的联邦证券法，比如委员会认为，明知其虚假或不可信，仍为该证券做广告的人应负刑事责任。伦敦贸易委员会业已认为应对公司的健全性，诚信度和前景进行官方调查。休斯委员会指出，在英国发行证券的公司必须向当局登记并确定其发起人，当其因欺诈被起诉时，则其英国董事会应负直接责任。休斯委员会指出，除非所有国家都通过类似的规定，否则难以建立有效的国家监管来施加要求。

休斯委员会的建议在很大程度上被忽略了。纽约证券交易所禁止经纪人以“全部或无”基础来大量发行证券，而非上市部门则在 1910 年被取消。大多数非上市证券只是简单地添加到上市证券操作，纽约证券交易所只不过限制其进入“高等级证券”序列。场外市场成为小型、投机性公司证券交易的首选。

货币问题

联邦层面实现市场改革的努力遇到阻力。1907 年恐慌到来之前，总统西奥多·罗斯福被警告说，“鲁莽的投机”将有碍国家的繁荣。雅各布·希夫向总统建议，要修改银行法律和提供更具弹性的货币政策以避免更可怕的恐慌。J. P. 摩根还在 1907 年恐慌之前就用紧缩货币对金融市场带来负面影响来对罗斯福总统进行警告。

罗斯福忽视了这些警告，这也使得人们普遍认为，他对大企业的敌意实际上是恐慌的成因。在格林吉尔俱乐部（Gridiron Club）的演讲中，总统攻击“巨富之恶”被认为削弱了商业社会的信心。罗斯福根据反垄断法规对大企业的攻击给市场增加了更多不确定性。他的目标包括杜邦粉末公司和枪支贸易协会，二者被控违反《谢尔曼反垄断法》，一个法院后来支持了这一指控。罗斯福仍然不罢休，他在 1908 年向国会发出了一个特别指示，要求监管股市投机者。罗斯福寻求立法，用于制止“更多的证券和商品赌博形式，如大量销

售人们并不拥有的商品和‘囤积’的市场”。总统通知国会，必须“完全控制证券的发行”。罗斯福寻求建立一个联邦委员会来监管证券市场并要求公司须获得联邦执照。罗斯福的建议没有通过。相反地，国会将“非弹性”货币供应作为导致1907年恐慌的主要罪魁祸首。这种关注导致1908年颁布《奥尔德里奇—弗里兰法案》（*Aldrich – Vreeland Act*），该法案建立了“联邦货币协会”。该协会在紧急状况下允许银行发行类似政府债券的借款票据，取代商业票据存款以增强流动性。该法案的主旨是规定在紧急情况下发放替代货币，即通过允许银行发出紧急证书，而不等待银行间结算所采取行动来缓解货币短缺。

没有证据表明《奥尔德里奇—弗里兰法案》发挥过直接作用。无论如何，政府继续寻求方法去治愈破坏经济的周期性恐慌。国会在未来几年对金融市场进行了深入而长期的考察。通过这些考察将最终形成联邦储备体系。另一个不那么富有成效的探索开始于一个将国家的经济困难之责加诸于其上的人物。因为对经济恐慌的治愈遥遥无期，被宣称为“货币信托”的金融家成了“替罪羊”。J. P. 摩根作为货币信托之首将被指控。尽管他警告过总统有恐慌的危险，尽管他有种种遏制恐慌的英勇事迹，但J. P. 摩根在金融业的主导地位还是因此受到诋毁。摩根在美国的力量已经太强大了，联邦政府显然不可能允许危机时期竟存在如此与中央权威机构相抗衡的势力。政府在体制上也无法依赖这种私人力量。美国公众开始不信任金融家和工业家之间发生的财富合并。

交易继续

这种批评并没有阻止摩根家族在金融领域的主导地位。他的公司从哈里曼（E. H. Harriman）的遗产中获得了担保信托公司的控制权。纽约证券交易所则为哈里曼的去世降半旗致哀。在银行业信托中，这项收购使摩根控制了该国第一和第二大信托公司。摩根控股的银行和信托公司的资金总额很快超过7亿美元。摩根获得了共同人寿保险公司和公平人寿保险公司的控制权，其中一部分公平人寿股票从哈里曼遗产而来，其余则来自托马斯·福琼·赖

恩（Thomas Fortune Ryan）。之后摩根控制了纽约人寿保险公司。以上即是纽约的“三大”保险公司。然而摩根并不总是成功的。关于美国造船公司和国际商船公司的合并，它的组织就表现得不太好。另据消息说他在重组新英格兰的铁路方面工作中损失了4亿美元。这些重组还涉及一些金融风险。

1908年股票市场增加了超过45%。1908年，由于投机再起，有超过1亿美元的股票和债券在场外证券市场中交易。其中约4 000万美元的交易是投机性的矿业股。场外市场通常涉及小公司的交易，其股票很容易被操纵。场外市场还有其他滥用行为，包括频繁的洗盘交易（对敲抛售），“从而方便了骗子企业。”[①] 经纪人所在的场外市场成了赛马、搏击和其他活动的赌场。根据邮政欺诈法规起诉场外证券市场交易滥用的努力失败了。1908年纽约场外证券市场管理局成立了，这算是赋予场外交易某些结构性特征。该局很快被纽约市场协会取代，其成员、职员和通信员都佩戴徽章而证明自己是场外证券市场协会的参与者。到1909年，超过300家经纪人加入了场外证券市场，但与纽约证券交易所相较还是相形见绌，纽约证券交易所的交易量使其成为“世界上最重要的金融机构”。[②] 仅纽约证券交易所的会员资格售价就值8万美元。

商品市场是另一个投机来源。20世纪初赫尔曼·西尔肯（Herman Sielcken）成为了国家的无冕“咖啡大王”，常将咖啡市场轻松玩于股掌之上。他高调的宣称着自己的能力：“我可以把咖啡价格再次做低，就像我以前做低一样容易。”[③] 杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）则成为商品市场上的重击者。利弗莫尔开始在正规市场上交易之前曾在非法经纪公司练就技能。1908年，利弗莫尔试图通过购买12万包棉花期货在棉花市场形成一个空头，并且在纽约报纸的首页刊登了一篇文章而宣布他的垄断地位。这导致价格进一步上涨。然而利弗莫尔的努力最终失败了，他损失了近100万美元。不过，利弗莫尔还是因其在1907年的恐慌期间的卖空而大赚约300万美元。1909年，詹姆

① Van Antwerp, *Stock Exchange from Within*, p. 432.

② 同上，p. 418.

③ Frederick Lewis Allen, *The Lords of Creation*, p. 71.

斯·帕顿（James A. Patten）在芝加哥交易所垄断了交易小麦市场。1902年他在燕麦市场的早期垄断曾经促使“国会通过几个法案，宣布禁止卖空和其他投机行为。[1] 在1909年，帕顿将小麦价格从每蒲式耳90美分推高到1.34美元。据说他在那次行动中赚了100多万美元。帕顿“被指责操纵小麦，面粉和面包的成本上升”。[2] 有人担心帕顿垄断贩卖导致的价格上涨可能导致芝加哥社区的面包骚乱。最高法院最终认定帕顿的垄断贩卖是非法的。而在1913年，帕顿“偏向虎山行”又企图垄断玉米市场。

那一时期，杜邦公司正在通过布朗兄弟公司发行90天的短期票据，以便杜邦可以使用布朗兄弟的信贷提供资金用于购买原材料。然而，因为1907年恐慌，布朗兄弟要求200万美元的抵押品。虽然这个要求对杜邦而言是个问题，但它仍旧有办法应对了那场危机。1909年，杜邦公司从国家城市银行获得了200万美元的循环信贷额度，提供给英国银行，这些资金将以先令支付。

税收

公司和财富，都面临着新的威胁。1909年的《佩恩—奥尔德里奇关税法》建立了适用于企业的“消费”税。事实上即规定当企业净收入高于5 000美元时，企业所得税等于企业净收入的1%。最高法院通过了这项税收法案。1909年，实施个人所得税的努力只能以公司消费税的通过来妥协推迟。大家一致同意将增加对宪法的第16条修正案，以授权在不受宪法所规定的分摊要求限制的情况下对个人征收所得税。该修正案直至1913年才通过。1913年，《所得税法》规定对收入超过3 000美元者（已婚夫妇4 000美元）征收个人所得税。对高于上述水平的收入征收1%的税，对收入评估在2万至5万美元的征收附加税1%，收入超过50万美元的水平上升到6%。1913年的《所得税法》仅由14页组成。同样简单的是，所得税的确立导致了对会计师的需求增加，也同时向卖家证明了市政债券的好处——他们在《纽约时报》和其他

---

① David Greising and Laurie Morse, *Brokers, Bagmen, and Moles*, p. 53.

② Boyle, *Speculation and the Chicago Board of Trade*, pp. 72 - 73.

报纸上宣传了他们的免税优势。尽管联合太平洋铁路公司的股东对该公司缴纳所得税的决定提出了质疑，但最高法院维持了这一法案。[1] 在税法实施的头三年，所得税收入将近 1.4 亿美元。在对公司征收联邦所得税后，马萨诸塞州的信托公司一度被用做税收壁垒，因其可以通过自身的组织形式来避税。之后这个漏洞被国会填补了，它的人气减退了。

第 4 节　美联储和货币托拉斯

在 1907 年恐慌之前，西奥多·罗斯福总统主张建立一种通过邮政部门来运作的政府银行储备金。尽管并未对该提案采取具体行动，但是国会于 1908 年成立了一个货币委员会，以审查 1907 年恐慌的原因，并提出措施以防止今后发生类似事件。该委员会由罗德岛州的参议员纳尔逊·奥尔德里奇担任主席。奥尔德里奇并不算是谦卑的公仆，他被指控在自己参议院的职位上赚了几百万美元。无论真相如何，这些风言风语没有阻止奥尔德里奇持续近四年的广泛调查。若非国会最终要求一个固定日期的报告，委员会的诉讼程序不知将持续多长时间。然后委员会公布了大约 50 卷的报告和调查材料。委员会的报告中包括了一些关于美国及相关外国银行业方法的材料。货币委员会的结论是，在市场压力大的时候，需要有中央银行机构来提供流动性。恰如一份委员会报告指出的，“1907 年恐慌的责任在于我们的货币体系，除此之外没有其他任何原因。我们用现代的银行信贷制度做生意，但我们未能采取有效手段将银行信贷转化为现金从而及时补充这一机制。”[2] 与许多其他国家不同，美国没有中央银行在危机时提供流动性和稳定性。安德鲁·杰克逊（Andrew Jackson）在与美国银行的战争中摧毁了这个机构。

中央银行在欧洲确实存在，其运作由货币委员会审查。在美国使用这种机构被认为是解决货币问题的一种手段。英格兰银行就是一种可选模式，但奥尔德里奇参议员强调，法国里昂信贷银行是“在某些方面是世界上最大的

① *Brushaber v. Union Pacific Railroad Co.*, 240 U. S. 1 (1916).

② Cannon, *Clearing Houses*, p. 117.

商业银行。”[①] 奥尔德里奇在 1890 年引用了巴林兄弟公司恐慌的例子，证明了中央银行可在金融危机中发挥重要作用。在这种情况下，英国中央银行迅速采取行动，与法兰西银行和俄罗斯银行合作，防止了更广泛的恐慌。1882 年，巴黎最大的股份制银行之一的联邦国家银行倒闭后，法国中央银行阻止了另一场一般性危机。1889 年，在一家铜业辛迪加和一家大型法国股份制银行法兰西银行倒闭后，法国中央银行也扮演了类似的角色。德国中央银行——德国国家银行在 1901 年莱比锡银行破产后进行了干预，阻止了金融问题向其他经济部门的蔓延。

猎鸭人

奥尔德里奇议员在 1912 年提出立法，建议在美国建立一个中央银行机构。从表面上看，这是货币委员会研究的结果。但该法案实际上是在佐治亚州哲基尔岛的一个绅士俱乐部的秘密会议上书写的。该俱乐部由约翰·洛克菲勒、J. P. 摩根、威廉·范德比尔特（William K. Vanderbilt）和西拉斯·麦考米克（Silas McCormick）创立。奥尔德里奇党众们伪装成一群富有的猎鸭人，搭乘一辆私人专列秘密抵达哲基尔岛。这些党众包括库恩—勒布公司的合伙人保罗·沃伯格（Paul M. Warburg），银行家信托公司的创始人以及 J. P. 摩根的合伙人亨利·戴维森（Henry Davison），国家城市银行执行官弗兰克·范德利普（Frank A. Vanderlip）、美国信孚银行副行长本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）和财政部助理部长沃尔特·皮亚特·安德鲁斯（Walter A. Piatt Andrews）。奥尔德里奇货币委员会的顾问沃伯格一直在研究中央银行的概念。由其领导的猎鸭人们认为需要一个联邦银行体系在经济面对压力的时候为私人银行提供流动性。这群人避开了一个由政府控制的中央银行。相反地，他们选择了一个由像他们一样的私人银行家所控制的更加分散的体系。

哲基尔岛会议所产生的奥尔德里奇法案倡议建立一个由联邦政府特许建立的“美国储备协会”，该协会作为政府的财政代表持有政府存款并从事外汇

① Aldrich, *Work of the National Monetary Commission*, p. 8.

相关操作。它将作为银行家们的银行制定贴现利率，并依据黄金储备和商业票据发行货币。倡议成立的储备协会将从事商业票据的再贴现，购买会员银行的银行承兑汇票，并且作为中央银行机构保持货币市场的流动性。奥尔德里奇法案提议在遍布美国的一些大城市设立许多区域性银行，这项提议也反映了银行家们对控制权的考虑。每个区域性银行将由该区域的私人银行拥有和控制。然而，由于该体系的控制权将归属于私人银行，奥尔德里奇法案遭到了反对。尼尔森·奥尔德里奇参议员对此项提议的支持使得该提议遭到进一步的反对。主要原因是他与洛克菲勒家族联系密切。当时洛克菲勒家族的财富接近天文数字般的10亿美元。其巨额财富和标准石油公司的铁腕手段使得洛克菲勒家族到处成为改革者们的目标。特别是标准石油的寡头垄断仍然吸引着众多的黑幕揭发者。1911年5月15日，最高法院宣布打破标准石油寡头垄断，这也激励了这些黑幕揭发者们。之后标准石油帝国被分为新泽西标准石油（埃索，后来称为埃克森）、纽约标准石油（美孚）、印第安纳标准石油（阿莫科）、加利福尼亚州标准石油（雪佛龙）、大西洋炼油（ARCO）和大陆石油（Conoco）。这些成员将继续主导石油业，并在20世纪末再次合并。

除了石油业务外，洛克菲勒家族也处于纽约银行业的中心。这个角色放大了洛克菲勒的影响力也进一步引起了人们对该家庭的质疑。这种不信任扩散到与洛克菲勒家族相关的人，包括奥尔德里奇参议员。他曾经支持了一项使洛克菲勒普通教育委员会获得联邦执照的立法。参议员的儿子温斯洛普（Winthrop）成为了洛克菲勒家族旗下大通银行的领导者。参议员的女儿艾比（Abby）嫁给了小约翰·洛克菲勒。家族的一个儿子也以参议员的名字命名。这个叫纳尔逊·奥尔德里奇·洛克菲勒（Nelson Aldrich Rockefeller）的孩子后来成为纽约州长和美国副总统。不幸的是，纳尔逊并没有继承他两个祖父的财务头脑。此后的几十年他在纽约州制造了自己的财务危机。与此同时，人们对洛克菲勒家族的敌意也将继续发酵，直到约翰·洛克菲勒通过捐赠数亿美元给儿童和各种慈善事业而塑造出良好形象后才停止。

反对奥尔德里奇法案的人中包括威廉·詹宁斯·布赖恩（William Jennings Bryan）和西奥多·罗斯福。伍德罗·威尔逊（Woodrow Wilson）总统也

因此处于一个困难的处境。伍德罗·威尔逊总统是一个改革派，他相信大的商业体是危险的。按照威尔逊总统过去的观点，他不会支持有利于大商业体的奥尔德里奇法案。然而，1907 年恐慌和货币委员会的研究所提供的证据太过令人信服，使得他难以视而不见。威尔逊总统除了支持创建中央银行外别无选择。而且，威尔逊总统也不赞成政府对商业活动的过度监管："一旦政府对寡头垄断进行管制，垄断寡头将不得不确保其对政府的控制。"此外，威尔逊总统担心"专家政府"。为了安抚奥尔德里奇的对手，并满足自己的改革热情，威尔逊总统赞成折中创建一个政府和私人混合控制的中央银行体系。弗吉尼亚代表卡特·格拉斯（Carter Glass）负责指导该项立法在国会通过。他后来成为财政部部长并入选参议院。即使在 1907 年恐慌之后，格拉斯也并不真正想要一个中央银行，但他认识到银行体系的失败会危及整个国家经济，所以必须得采取一些措施。格拉斯法案对奥尔德里奇的提议进行了修改，它建议在华盛顿创建一个由 7 名成员组成的联邦储备委员会。然而，格拉斯法案保留了奥尔德里奇在大城市建立联邦储备银行的想法。在 12 个区域中，每个区域都将有一个由私人银行拥有的联邦储备银行。联邦储备银行将作为"银行的银行"，而不会与个人进行银行业务。

威廉·詹宁斯·布赖恩和威尔逊的财政部部长威廉·麦卡杜（William McAdoo）仍然反对格拉斯法案。他们想要一个由政府任命而不是银行控制的联邦储备委员会。为了施加这一要求，格拉斯法案做了一些改变。

美联储成立了

1913 年颁布的《联邦储备法》设立了一个由 7 名成员组成的联邦储备委员会。财政部部长和货币监理署署长是法定成员；其余成员由总统任命。所有的联邦银行都必须加入联邦储备系统，州机构可以在联邦储备委员会批准后成为成员，而不必放弃其所在州章程。联邦储备银行的资本由相关地区的银行认购。大多数联邦储备银行的董事会成员都是由相关地区成员银行选举产生的。

联邦储备银行可以持有政府的存款，从而为新的和更有效的次级财政系统创造基础。美联储立法寻求解决银行经常遇到的，导致恐慌的关键问题：

在紧张时期缺乏流动资金。银行往往拥有大量商业票据和其他资产，但这些资产不能用作随时可用的现金来源。银行需要能够向中央银行质押这些资产，以便在发生恐慌时获得资金。美联储允许这种质押，从而将流动性注入该系统。可以质押的资产包括银行承兑汇票、汇票、短期性质的市政证券，以及某些其他项目，如金币或金条。

《联邦储备法》旨在通过发行联邦储备票据使其银行建立“弹性货币”。这些票据将成为货币总流通的一部分，为我们今天的纸币提供了基础。《联邦储备法》取消了其他国家银行发行可作为货币流通的票据的权力。该权力仅归联邦储备银行。联邦储备银行被允许发行美联储票据以取代银行商业票据存款证明。联邦储备银行可以购买和出售美国证券、州和郡政府发行的证券以及汇票。联邦储备银行有权设定贴现率。

在美国建立联邦储备系统之前，没有银行承兑市场。银行承兑的是在银行支付的即时汇票。银行接受汇票，然后基于签发行的银行信用在到期日前进行承兑。银行的承兑期限通常是 3 个月。国家货币委员会发现，虽然《国家银行法》没有明确禁止银行承兑，但法院裁定银行无权从事这类交易。相比之下，欧洲积极的银行承兑市场为货币市场提供了基础，使之可以轻松获得资金。在美国应用的是短期资金市场。然而，短期资金市场不如欧洲银行系统有效，因为短期资金市场基金可以随时被召回，因此不能用于外贸或其他交易融资。《联邦储备法》旨在通过授权国家银行发行银行承兑汇票应用于外贸交易来纠正这种情况。这一授权在 1916 年被扩展到国内贸易。银行承兑被联邦储备委员会成员银行认可，被认为比拥有类似背书的商业票据具有更高级别的担保。美联储创建的银行承兑市场没有纠正经纪人的短期资金市场所造成的危险。这种资金需求量还是很大。

美联储立法采纳了“公开市场”操作的概念，联邦储备银行买卖政府证券和符合资质的私人债券，以影响货币供应。通过这些技术，《联邦储备法》为货币提供了进一步的弹性，并为存款信贷建立了更有效的资金供应。美联储立法试图纠正金融体系中的另一个缺陷，即缺乏对主要货币市场中心以外支票的清算和托收系统。大城市有非常有效的托收系统，但在任何时候都有

大量的异地支票涌入，有时需要几个星期来完成托收。当美联储所辖银行各自建立自己的支票托收清算机构时，这个错误得到纠正。《联邦储备法》还允许国家银行担任受托人和执行人以及股票和债券的注册人。这就使得他们能够与所在地区的信托公司竞争。《联邦储备法》授权在美联储管辖范围之外的国家银行发放房地产贷款，期限长达 5 年。

国家的银行

《联邦储备法》在银行监管中创建了另一个部门。除了国家监管，银行监管权在财政部和联邦储备委员会之间也进行了分配。财政部的美国货币监理署负责审查和监管国家所有银行，而美联储管理货币发行相关事务。然而，在货币政策问题上，财政部继续在制定和指导政策方面发挥作用。结果招致联邦储备委员会立即开始其独立于财政部的斗争。这场斗争在未来的几十年持续不断。联邦储备委员会最终在第二次世界大战后获得独立的货币政策制定权，但是银行体系中监管机构的分歧仍在继续。

在 1907 年恐慌之后，有几个州采取行动保护存款人抵御银行倒闭。8 个州为其州立银行设立了存款担保基金，认为这些银行比国有银行更具有保护客户的优势。这些州立银行数量确实增长迅速，但随之而来的是几个银行倒闭，安全资金也就迅速耗尽。

围猎货币托拉斯

1907 年恐慌造成的影响波及银行部门之外。由塔夫脱（Taft）总统任命的铁路证券委员会于 1910 年举行了关于铁路股票和债券发行的公开听证会。该委员会建议立法要求宣传股票和债券发行。委员会敦促采取某种办法，利用发行人而非政府批准债券发行的单一程序去充分披露风险和其他因素。这项建议没有被采纳。相反，国会开始就明尼苏达州众议员查尔斯 · 林德伯格（Charles A. Lindbergh）在 1911 年发起的指控展开调查。林德伯格——他的儿子成为著名的飞行员，并娶了 J. P. 摩根的某合伙人的女儿——被丑闻内幕作家艾达 · 塔贝尔（Ida Tarbell）称为“货币托拉斯围猎”的创造者。林德伯格

声称，“货币托拉斯”控制了美国金融业，J. P. 摩根、詹姆斯·希尔、乔治·贝克、约翰和威廉·洛克菲勒、詹姆斯·斯蒂尔曼、雅各布·希夫控制了美国绝大部分金融业和工业。

林德伯格并非唯一找寻这一团伙的人。罗斯福主张建立一个联邦证券委员会来控制金融家。伍德罗·威尔逊（Woodrow Wilson）长期主张立法，要求大型上市公司发布董事会报告。当他主政新泽西州时，威尔逊声称“美国最大的垄断是货币垄断”。“只要它存在，我们过去的自由和获得个人的发展能量是不可能的。”这种找寻“货币托拉斯”的工作成了威尔逊总统竞选的一部分，他在就职演说中要求改革银行和货币情况。威尔逊亟须一个联邦委员会来管理大型企业。对财富过分集中的关注不仅仅是美国的问题。在英国，温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）同样一直关注世纪之交“托拉斯”的力量。他害怕这些“商人—贵族”所拥有的权力扩张。

1912 年，隶属国会众议院的银行和货币委员会开始进行调查，以确定是否存在事实上的美国货币托拉斯。委员会发现了一些令人咋舌的证据证明对华尔街的控制是多么的集中。银行和货币委员会的主席是路易斯安那州的阿塞纳·普约（Arsene Pujo）。委员会的律师是塞缪尔·安特梅尔（Samuel Untermyer），一位百万富翁级的纽约公司律师，也是并购专家。安特梅尔对是否存在货币托拉斯的问题并不陌生。1911 年，他在一次演讲中质问的正是这个问题，“是否存在货币托拉斯？”普约委员会，就像其声称的，进行了广泛的听证会，发现一个“内部团伙”控制着美国的大部分金融和工业。在这个内部团伙中存在“三大巨头”是 J. P. 摩根、第一国家银行的乔治·贝克和国家城市银行的总裁詹姆斯·斯蒂尔曼。委员会发布的图表显示 J. P. 摩根处于美国控制大型企业的网络中心。当这个网络连接到内部群体其他成员的企业时，竟已包括了国家财政资源的很大一部分。

J. P. 摩根控制了一些最大的保险和信托公司，并拥有第一国家银行，国家城市银行和化学国家银行以及许多其他银行、信托公司、保险公司和储蓄银行的大量股票。摩根控制着许多铁路，包括纽约中央哈德逊河铁路，纽约、纽黑文和哈特福德铁路，北太平洋铁路，南方铁路，雷丁公司（Reading

Co.），伊利铁路，利哈谷铁路，芝加哥大西部铁路，艾奇逊公司（Atchison），托皮卡和圣菲铁路，以及辛辛那提、汉密尔顿和代顿铁路。摩根公司从其作为"发行机构"的角色中获得其作为承销商的很高的声望和权威，成为 1902 年至 1912 年间业务量接近 20 亿美元证券的承销商。摩根公司是许多铁路的承销商，主导美国钢铁的承销和制造。国际收割机和通用电气由摩根公司组建，该公司与美国电话电报、西方联盟以及其他通讯公司有联系。

内部团伙的其他成员包括德雷克塞尔（Drexel & Co.）、乔治·贝克（George F. Baker）、詹姆斯·斯蒂尔曼（James Stillman）和他们控制的银行——第一国家银行、国家城市银行、大通国家银行、担保信托公司和银行家信托公司。由 J. P. 摩根、第一国家银行的贝克和国家城市银行的斯蒂尔曼组成的"三人组"协商，作为任何原始证券的发起方，他们将拿走 50%，给另外两家 25%。之后他们开始为美国钢铁公司、几个铁路公司和其他公司承销发行股票。1908 年至 1912 年，这些新发股票总计超过 5 亿美元。第一国家银行有 J. P. 摩根列席董事会并作为该银行的主要股东。内部团伙与对公司财务实施巨大控制的其他人有密切关系，包括李—希金斯公司（Lee，Higginson & Co.）和基德尔—皮博迪（Kidder，Peabody & Co.）。委员会还发现了这个小组的其他成员与基赛尔—金尼卡特公司（Kissel，Kinnicutt & Co.）、怀特—韦尔德公司（White，Weld & Co.）及哈维·菲斯克父子公司联合，进一步扩大其力量。库恩—勒布公司被发现是"内部团伙的合格同盟军"。[1]

内部团伙的控制通过锁链式的关联公司董事行使。普约委员会发现乔治·贝克身兼 58 个公司的董事职位。总体上看，摩根公司、第一国家银行、国家城市银行、银行和担保信托公司在 34 家银行和信托公司担任 100 多个董事职位，在 10 家保险公司担任 30 个董事职位，在 32 个交通部门担任 100 多个董事职务系统，在 24 个生产和贸易公司担任 63 个董事职位，以及在 12 个公用事业公司担任 25 个董事职位。内部团伙总共在 100 多家公司中拥有 300 多名董事职位，资本总额约为 220 亿美元。内部团伙对这些大型工业集团的

① Robert T. Swaine, *The Cravath Firm and Its Predecessors*, 1819 - 1948, p. 102.

控制使得他们能够将这些公司的存款直接转移到自己的金融机构。普约委员会指责正是这种控制而非投资，才是整个网络被控制和持有的真实目的。委员会特别受其中一笔交易所震动，第一国家银行行长乔治·贝克、国家城市银行行长詹姆斯·斯蒂尔曼，伙同 J. P. 摩根购买了 300 万美元的公平人寿保险公司股票。这只股票只派发了 1/8 成的股息，但这些金融家所获得的地位使他们对公平人寿资产的控制权超过了 5 亿美元。摩根否认这项购买是为了投资以外的任何目的，但是这种指控，正如詹姆斯·海德的案件以及引发阿姆斯特朗对保险业调查的事件，引起了广泛的怀疑。尽管有 1907 年应对恐慌的英勇事迹，摩根还是接受了这种粗暴的处理，而他的政治关系不能为他提供更多庇护。当然，他是个现实主义者。当被问及他是否希望政界人士在他作出大量竞选捐款后对他表示感激时，摩根在国会作证时说："不。在我的经验中，感谢一直相当稀缺。"①

1907 年恐慌揭示了改革的其他目标。许多银行的失败是因为向银行自己的员工贷款。银行为彼此的员工和董事交换贷款。普约委员会认为应该停止这种做法。纽约结算所被指控"非法组建，持有专制权力，对银行业务实行可怕的监管。"② 信托公司仍然受到关注。1911 年 1 月，卡内基信托公司被迫关闭。它的失败是管理不善造成的。普约委员会要求各州应限制信托公司的活动，以使它们不对国家银行构成竞争威胁。反过来，国家银行应被禁止为公司发行做促销和承销，特别是在债券发行的公司承销中提供担保。普约委员会指出允许国家银行创办及从事证券业务附属公司的危险："有时使用银行的资金为控股公司的投机活动提供资金的诱惑是很大的。"③

普约委员会认为不应允许私人银行，如摩根公司，作为客户资金的存管机构，因为私人银行不受任何政府监管。私人投资银行的资产和负债没有公告，私人银行不需要遵守储备金要求，他们能以任何想要的方式动用客户存款。承销滥用的审查开始了。普约委员会调查了涉及加利福尼亚石油公司股

① Jean Strouse, *Morgan: American Financier*, p. 536.

② Swaine, *Cravath Firm and Its Predecessors*, pp. 99 – 100.

③ U. S. House, H. Rpt. 1593, 62d Cong., 3d sess., 1913, p. 155.

首次公开发行的承销行为。该发行涉及超过 3 000 万美元的优先股和普通股，承销商包括所罗门公司（William Salomon & Co.）和哈尔戈腾公司（Hallgarten & Co.），承销公司净利润近 200 万美元。参与承销的还有纽约的银行和信托公司，以及银行官员。股票在许多承销商收到他们的股票部分之前已被出售，从而向参与者保证了高额的利润。勒维森兄弟公司通过购买和销售股票升值订单而"获得市场"，并进一步鼓动公众参与。普约委员会试图确定从这种安排中获利的银行官员的身份，但被称为证人的所罗门公司的官员拒绝提供这些信息。他因藐视公堂而被传讯。

普约委员会攻击纽约证券交易所

纽约证券交易所也没有逃脱普约委员会的审查。在委员会调查过程中，纽约证券交易所是"美国证券的主要市场，因此是金融系统的重要组成部分"。"报价单决定了交易的所有证券的当前价值，也就意味着全国所有大企业的证券价值。""其成员保持对美国所有主要城市的私人电汇，其成员进行的交易涉及来自全国各地乃至海外的客户账户。"纽约证券交易所是"从事全国和外国证券交易、美国唯一公开市场交易的资金借贷场所"。[1] 普约委员会发现，纽约证券交易所在制定上市要求和控制上市股票报价方面对美国公司广泛行使了控制权。

普约委员会的结论是，纽约证券交易所的建设配置除了在金融业拥有崇高的地位外，还"主要用于产生对道德和经济造成浪费和腐败的交易"。纽约证券交易所交易的"只有一小部分"是投资，"很大一部分可以被定性为赌博"。很多小投机者在股票上"赌博"，不断涌入的新客户正在被掠夺。在交易所赌博是由于证券交易往往没有交付。买卖合同频繁抵消，"这种抵消可以通过清算所或以系统的方式进行'环形结算'"。普约委员会发现"显然，这种'清算'系统促进的投机交易超过了通过股票买卖证书交割的交易"[2]。

普约委员会研究了几家公司的股票，发现这些证券的大部分交易不是为

---

① U. S. House, H. Rpt. 1593, 62d Cong., 3d sess., 1913, p. 114.

② 同上，p. 35.

了投资目的。例如，雷丁公司在1906年将其整个发行普通股的销售了至少20次，其股票次年的成交率增加了一倍多。在一个月内，公司的股票整体被出售了6次。委员会发现，在该公司的账簿上转让的股票平均数量少于这一时期未偿还的股票的10%。这些营业额数字向委员会证明，纽约证券交易所的大部分交易反映了赌博性的大规模投机。在纽约证券交易所上市的其他股票也有类似的交易速度。

出于低利润率要求和股票交割的相对缺乏性，普约委员会认识到，纽约证券交易所运行的方式非常类似于期货交易所，其中非常缺乏实际交割的合同。交易数量和转让数量的差异实际上可能是因为纽约证券交易所的结算在1912年之前以净额结算交易。纽约证券交易所不承兑，接收或交付证券。相反地，它只是通过网络结算来简单进行交易结算和发出证券交割的订单。如果经纪人在同一天对A公司卖出10 000股的股票并购买了12 000股股票，那么该成员公司将只收到来自另一个成员的2 000股股票的净结算。即使在交割时，股票也通常被借出以满足交割要求。

1912年的某一天，有一项对纽约作为纽约结算所协会成员调查显示，仅仅32家银行和信托公司就有超过7.6亿美元的未偿还贷款。客户只需支付证券收购价格的10%作为保证金。某位大型经纪公司的官员在普约委员会前作证说，其90%的业务是在此基础上进行的，即10%的保证金。1912年，纽约证券交易所中，银行对抵押品的估值低于报价值的10点。当银行提供80%的估值时，实际上意味着70%的贷款价值，而经纪人获得10%的贷款利润。在一个著名的交易中，J. P. 摩根与普约委员会在授予商业信用的基础上发生了争执。摩根断言，授信基础不是基于拥有的货币或财产，而“首要是性格”。他说在出借资金时，银行和其他机构不仅仅看重抵押品。然而，普约委员会主张在证券交易所的贷款只能是基于抵押品。作为遏制投机的一种手段，普约委员会建议将股票保证金设定在最低20%。委员会表示关注的是，保证金贷款正将信贷资源从需要的地方转移，如工业增长的资本。

客户证券的质押也正在被滥用。虽然纽约证券交易所禁止其成员为经纪人自己的贷款质押完全可偿的客户证券，但经纪人经常质押客户的保证金证

券。这让客户当经纪人无力偿债时面临危险。保证金客户不能通过简单地偿还贷款来获得证券，因为证券与其他证券合并而不能单独区分。结果是，如果经纪人违约，客户可能损失其保证金证券的股权。这种做法被认为鼓励卖空和过度投机。

普约委员会还发现了“丑闻”，涉及“内部投机的官员和董事以及关于公司行为的最新信息”。[①] 像休斯委员会一样，普约委员会注意到纽约证券交易所允许买卖交易时的匹配订单（撮合）由不同的经纪人执行并支付佣金。操纵仍然是纽约证券交易所的一个共同特征，且经常伴随着洗盘交易，凭借虚假的交易表象来鼓励公众投机股票。一个备受关注的操纵案涉及哥伦布—霍金煤铁公司。操纵由詹姆斯·基恩管理的10家证券交易公司组成。作为坐庄同盟的经理，他下令把股价从25美元提高到90美元以上。然而，当大量的股票被抛售时，坐庄同盟被打破了。莱思罗普—哈斯金斯公司（Lathrop, Haskins & Co.）和菲斯克公司（J. M. Fiske & Co.）在坐庄同盟崩塌时破产，纽约证券交易所的股票专家也破产了。有人怀疑，坐庄同盟内部的某个成员背着他的坐庄同盟伙伴们出售了股票。此人可能是基恩。普约委员会建议禁止洗盘交易和股票操纵。

纽约证券交易所根据所售证券每100美元面值的小部分设置经纪佣金。最低佣金规则的制定目的是防止成员之间的竞争。违反最低佣金规则被视为交易所成员可能犯下的“最臭名昭著的罪行”之一。任凭遭到反竞争影响，普约委员会并未提倡取消经纪佣金。委员会担心费率竞争可能会导致服务水准降低，并威胁到交易所成员的财务。此外，低佣金率将会鼓励投机，并可能破坏交易所成员的交易质量。这些相似的论点将佣金保持下来直到20世纪70年代。普约委员会主张并要求将纽约证券交易所纳入监管。委员会认为各州可以实施宪章条款，要求交易所避免投机操作并限制滥用。委员会希望州商业委员会监督州铁路证券的发行。委员会建议，各州其他证券的交易要通过公共或私人竞争性投标进行，而不是通过像摩根公司这样的私人投资银行

① U. S. House, H. Rpt. 1593, 62d Cong., 3d sess., 1913, p. 115.

进行。普约委员会还认为联邦委员会需对股票交易进行监管，这一提议延续了西奥多·罗斯福所表达的观点，他在1912年竞选总统时主张建立一个联邦证券委员会。

另一项改革建议是，作为其股票在交易所上市的条件，公司应该定期提供关于其资产和负债、收入和费用的公开声明，以及对经纪人、促销人和其他发行或承销股票的人的付款说明。普约委员会力求证券交易所成员保存关于其客户交易的准确记录。

普约委员会还审查了公司控制问题。它发现，美国的公众股东们大部分无力去主动控制或影响管理政策。委员会无法在美国历史上找到任何一个公共股东推翻大公司现有管理层的案例。结果是，管理永不止息。普约委员会对公司治理的关注将在20世纪30年代由阿道夫·伯利（Adolf Berle）和格迪纳·米恩斯（Gardiner Means）在他们的题为《现代公司和私有财产》（*The Modern Corporation and Private Property*）的论文中有所更新。

普约委员会的建议

大多数情况下，普约委员会的建议被国会忽视。身为参议院银行和货币委员会主席的欧文参议员试图在1914年由邮政总局管理并设置证券交易所。该立法未获通过。1914年的联邦贸易委员会法案通过了一些改革，包括成立了联邦贸易委员会。该机构有权调查和停止非竞争性行为。另一项改革成效是1914年通过的《克莱顿法案》，通过禁止限制竞争的连锁董事制度，加强了《谢尔曼反垄断法》的禁令。在纽约有立法要求将纽约证券交易所纳入监管，但纽约证券交易所反对这一努力，立法没有被通过。接下来的几十年里，纽约证券交易所将不会再合并，也不会接受其他改革建议。纽约证券交易所辩称，其唯一的作用是为其成员提供一个处理证券的会议场所。

虽然立法方面的反馈有限，但在普约调查委员会的调查披露后，“货币托拉斯”持续成为公众关注的焦点。路易斯·布兰德斯在《哈珀周刊》（*Harper's Weekly*）发表了助长了这一关注的一系列文章，后来演变为一本书，

进一步批评货币托拉斯，并指控“我们金融寡头制的主导因素是投资银行家”。[1] 布兰德斯提出了一个补救办法，为今后的监管奠定了基础。他说，“公众对社会和工业问题的补救是理所当然的。据说太阳光是最好的消毒剂；电灯是最有效率的警察”。作为证券市场最有效监管手段，全面披露规则成为今天管理证券市场相关联邦证券法规的手段。那些未尽之改革将不得不有待另一场更具破坏性的恐慌迫使其完成。

第5节　战争前的银行和证券

换岗

J. P. 摩根的合伙人们在1914年辞去了大量公司的董事职务，给出的理由是他们没有时间参加这么多的董事会会议，但毫无疑问，如此采取行动是为了转移普约委员会对J. P. 摩根影响力的批评。他们的牺牲效果可谓虎头蛇尾，摩根先生走了。1913年4月1日，这位美国金融巨擘死于欧洲。他的身体被送回美国，纽约证券交易闭市致哀。摩根的房地产价值为8 000万美元，确实是一大笔钱，但不像约翰·洛克菲勒拥有的财富那么巨大，后者的房地产每年赚取超过5 000万美元的收入。在得知摩根房地产的价值后，据说洛克菲勒说：“我认为他甚至不是一个富有的人。”[2] 摩根不是唯一一个在欧洲度假期间离世的人。早些时候的泰坦尼克号曾将几个富有的人带至坟墓，包括上校约翰·雅各布·阿斯特四世，他的房产价值8 500万美元。泰坦尼克号由白星线运营，该航线由摩根公司国际商船（IMM）拥有。IMM的主席布鲁斯·伊斯梅（J. Bruce Ismay）被严厉批评，他跳入救生艇，只顾拯救自己，而毫不顾惜妇女和儿童致使他们遇难。父亲走了，小J. P. 摩根（“杰克”）接管摩根公司的垄断。坐上那个位置，他就一肩担负起美国货币托拉斯的领导重担，像他的父亲一样被改革者诋毁。杰克遭到一些更暴力的批评。1915年7月3

---

① Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Brokers Use It*, p. 4.

② Strouse, *Morgan*, p. 15.

日，刚刚在华盛顿轰炸首都的康奈尔大学德国教官试图杀死杰克。刺客携带两个左轮手枪和炸药与杰克交战。杰克被射击两次，依旧在斗争中胜出，并很快从他的伤痛中恢复。这不是他生命中的最后一次争斗。

金融机构

尽管在1907年的恐慌中，国有银行的数量翻了3倍，但在1913年仍有超过1 800家的信托公司投入运营，约有2 000家的储蓄银行接受存款。直到第一次世界大战，总共有3万家银行和信托公司在美国经营，由240多个票据交换所提供服务。一些新的金融机构走上历史舞台。1910年阿瑟·莫里斯（Arthur Morris）开始在弗吉尼亚州诺福克郡的忠诚贷款信托公司（Fidelity Loan & Trust Company）实行“莫里斯计划”，这是一种银行概念。根据莫里斯计划，工人能够拿到小额的一年期贷款，每月或每周分期偿还。借款人必须有两个联合担保人证明其授信前的信誉。利息被事先从贷款收益中扣除。利率本应该是6%，但随着提前扣除和每周或每月付款，利率可能会超过11%。莫里斯计划获得了成功，10年之内，所谓的“莫里斯计划银行”在37个州运作。

1910年国会建立了邮政储蓄银行系统。这些银行为小额储户提供了一个安全的储蓄场所。邮政储蓄银行被允许将其5%的存款作为美国财政部的储备基金。他们还可以投资高达30%的政府证券，除非总统可以要求这些银行投资更高的比例。这些规定具有扩大政府债券市场的作用。1911年，邮政储蓄者有机会将他们储蓄账户的2.5%去交换20年期的政府债券。由于利率上升，债券价格几乎立即下跌。即使如此，到1916年，邮政储蓄银行的存款约为8 000万美元。在另一项致力于改善消费者融资的工作中，国会修改了1916年的《国家银行法》，允许位于人口少于5 000人城镇的国家银行担任保险代理人。那些相关政策必须由无关联的保险公司制定。

农民和房主受到立法者的注意，1913年威斯康星州成立了土地抵押协会。1914年，纽约州立土地银行成立，发行了关于农业抵押贷款担保的债券。还有几个州批准将学校资金投资于农业抵押贷款。1916年，基于《联邦农业贷

款法》建立的联邦土地银行，在全国12个农业贷款地区开展农业抵押贷款，以低利率向农民提供贷款。联邦贷款委员会成立了，用于管理12个区的联邦土地银行。这些银行由当地居民拥有，他们可以参股并从其银行借款，贷款金额高达5万美元。股份制土地银行的股东在银行倒闭的情况下须承担双重责任。国有银行也是如此。联邦土地银行据说是一种信托投资的形式，因为他们发行债券购买抵押贷款，可以在农田方面获得高达25 000美元的贷款，收益可用于购买土地，牲畜或设备。但是，新成立的联邦土地银行的股票发行看上去有点遭受冷遇，只被认购了24 000股。结果是财政部部长不得不认购了自己亲手创设的12家银行的900万美元资本的几乎全部款项。1917年7月一个辛迪加成立了，为联邦土地银行债券市场做市。该集团由亚历山大·布朗父子（Alexander Brown & Sons）公司、布朗兄弟公司、哈里斯—福布斯公司和李—希金斯公司组建而成。

1909年，弗兰克·范德利普成为国家城市银行的总裁。该银行正在使用霍华德·菲斯克公司为其境外代理银行执行政府债券交易。在观察到为执行国家城市银行的客户订单的经纪人所获取的可观佣金后，范德利普决定自己为该银行获取该收入。范德利普将债券业务纳入为此目的而成立的附属机构。此后，范德利普成立了一个控股公司，持有国家城市银行股票和16个其他银行和信托公司，包括华盛顿特区里格斯国家银行。这本质上是一个替代银行分行机构的连锁银行网络。

银行附属机构

1902年，货币监理署署长裁定国家银行不能作为承销证券的投资银行，较大的国家银行开始各自组建附属机构来担任证券交易商。第一信托和储蓄银行成立于1903年，由芝加哥第一国家银行控股。这种附属公司模式此后被其他几家银行复制应用，包括第一国家银行，它在1908年建立了第一证券公司。虽然在技术上被指定为附属公司，但附属证券公司及其银行之间几乎没有分离。事实上，他们通过“耦合”紧密捆绑在一起，即将“银行和附属券

商的股票印刷在同一证书的背面”，使两个证券不能单独出售且须臾不可分离[1]。为了避免监管限制，国家城市银行的高管和股东被列为银行附属证券公司的股东，而非银行本身。根据这种安排，在技术层面上，附属公司不是由银行拥有。附属公司名叫国家城市公司，由银行股东为其所持股票特别支付的1 000万美元股息中的40%出资成立。影响附属公司分离的是，国家城市公司的股东除了将其股票转予银行外，其他情况不能转让其股份。此外，通过信托安排，银行附属公司由银行的高管和董事控制。大通国家银行的投资银行子公司大通证券公司的组织方式就类似于国家城市公司。

1911年11月6日，美国律师弗雷德里克·雷曼（Frederick W. Lehman）向司法部提出意见，认为国家城市公司的成立违反了银行业法律，因为该公司没有独立组织。“这个意见不仅在法律基础上攻击了国家城市公司，而且几乎预言了附属投资公司与大型商业银行的这种关系会产生的滥用和危险。”[2]国家城市银行无视这一指控。之后，司法部采纳了律师的意见，并准备以违反《国家银行法》为由对附属公司进行正式的质询，但是，财政部却与此意见相左。随即总统威廉·塔夫脱先生要求将此事送交他解决。塔夫脱对此问题态度就是隔岸观火。

普约委员会通过调查延续了伍德罗·威尔逊（Woodrow Wilson）1913年就职后对银行证券附属公司的指责，并认为附属公司只是国家银行逃避其证券活动限制的一种手段。尽管有了种种预判，但没有谁能采取行动阻止国家银行使用附属机构进行证券业务，国家城市公司很快成为华尔街的主要力量。普约委员会致力于对证券发行和销售进行联邦管制立法的调查同样失败了。

蓝天法

在州一级规范公司的立法也遇到困难。在离开新泽西州长办公室成为总统之前，伍德罗·威尔逊签署了被称为“七姐妹”的7个法令，试图通过禁

① David Saul Roberts, “*Regulating the Securities Industry: The Evolution of a Government Policy*,” p. 78.

② U.S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 163.

止在新泽西成立控股公司来遏制金融家。这个“渐进式”实验不太成功。随着公司在更宽松的司法管辖区重新开张，新泽西州立即遭受了收入的急剧下降。不过，在威尔逊成为总统后，新泽西调转方向，开始放宽其法律以阻止公司倒闭，但似乎为时已晚。各州纷纷通过加速“放松”监管，以激烈竞争来吸引公司落户。特别是特拉华州，为决心赢得这场“竞速跑的胜利”，率先将公司作为业务伙伴和优先选择，不离不弃。到了20世纪20年代，该州已经成为大多数大公司安家落户之选。那时，约有10 000家公司将他们的技术总部设在威尔明顿一栋建筑物的一层楼上。

各州并不完全排斥对金融进行规范。有几个州建立了监督公司的专门机构。1903年，康涅狄格州要求采矿和石油公司向州务卿提交证明，以显示他们的财务状况和关于他们的钻井或采矿活动的情况。格鲁吉亚于1904年通过了一项法令，限制公司通过分期付款计划出售其股票的条件。1909年，内华达州要求采矿公司提交半年报告。次年，罗德岛州要求证券的发行人和卖家向州务卿提交财务报告，包括位于州外的公司。

堪萨斯州被认为是第一个采纳了“蓝天”证券法的州。这种说法是对公司所售股票的唯一资产是“蓝天”的嘲讽。堪萨斯法规是为进行全面证券交易监管而作出的首次努力。该州1911年颁布的法律要求在堪萨斯州出售证券的公司（包括投资银行家和经纪公司）向州银行专员登记以获得执照。根据堪萨斯州蓝天法，发行人必须提供有关其证券问题的详细信息。1914年，堪萨斯州修改其法律，规定对出售证券的公司进行登记，而不是对发行证券的公司进行登记，这同时成为其他州制定蓝天法的典范。

在堪萨斯立法颁布后不久，二十多个州采取了某种形式的蓝天法。某些州，如宾夕法尼亚州，[①] 要求作为经纪人的经销商注册。在发行新证券之前，有些州需要许可证。也有许多州的法规只涉及反欺诈条款。纽约州禁止经纪人在未经客户同意的情况下扣除客户的证券保证金，除非证券以保证金发售。经纪人需要根据客户的要求向客户提供他们的订单执行确认文件。纽约州禁

---

① John R. Dos Passos, A Treatise on the Law of Stock - Brokers and Stock Exchanges, p. 101, n. 1.

止为销售证券制造虚假或误导性的谣言、声明或广告，经纪人无力偿债后，不得接收客户款项。纽约还禁止非法经纪公司，操纵和虚构交易。

尽管1914年的联邦法院以不当干涉州际商业为由，认定密歇根州和爱荷华州蓝天法违反宪法，但最高法院终于在1917年裁定蓝天法是一种适当的国家监管方法。[①] 那时已有27个州有这样的法规，更多的州紧随其后。在1910年和1933年之间，除了内华达州外，所有州都采用了蓝天法。然而，这些法律是无效的，因为他们不能克服的"买者自负"的传统法律规则。此外，各州只能监管其境内交易，这使州际交易者规避掉大部分监管。

金融市场

所谓的道氏理论是金融分析学的早期成果。该理论以道琼斯公司的创始人，同时也是行业平均指数的创立者查尔斯·道命名，但实际上将该理论发展下去的是《华尔街日报》的编辑威廉·彼得·汉密尔顿（William Peter Hamilton）。汉密尔顿在1902年至1929年的《华尔街日报》的社论中使用了它。道氏理论基于这样一种信念：投资者应该寻求每年12%的回报，而不是像贪婪的投机者寻求每周50%的回报。这是一个基于道琼斯工业和运输平均值的趋势跟踪系统。该理论假设，在建立趋势之前，这两个平均值必须沿着相同的方向进行。经济学家剖析经济的规模开始变得更为广泛。耶鲁大学的欧文·费雪身处这个有些沉闷的学科前沿，他通过生活消费指数用"索引"来衡量通货膨胀。正当经济学家试图理解其奥秘时，经济也正在发生改变。到1910年，在纽约证券交易所上市的工业公司的数量快速超过铁路公司的数量。

市场继续遇到困难。"道琼斯工业平均指数在1910年下跌了18%，然后在接下来的几年降得更低。"[②] 纽约证券交易所的交易量在1909年增长到2亿多，随后价格也逐渐下降。到1912年，交易量下降到不到1.3亿股。在接下

① *Hall v. Geiger - Jones Co.*, 242 U.S. 539 (1917); *Caldwell v. Sioux Falls Stockyard Co.*, 242 U.S. 559 (1917); *Merrick v. N. W. Halsey & Co.*, 242 U.S. 568 (1917).

② James E. Buck, ed., *The New York Stock Exchange: The First 200 Years*, p. 109.

来的一年，由于全球衰退的影响波及美国，交易量仅为8 300万股。纽约证券交易所积极响应对其未能规范成员行为的批评，禁止他们为自己的账户进行买入，除非价格高于客户的最高出价0.125美元。会员也不能为自己的账户进行销售，除非价格比其客户的最低报价低0.125美元。1913年，纽约证券交易所通过了一项规则，要求“适当和充足”的利润，但这并没有阻止短期拆放市场的增长。大多数保证金贷款来自银行或其他经纪商的经纪人。短期拆放也可以从纽约证券交易所获得，在那里，贷款可以通过谈判获得。纽约证券交易所场内的主要贷款者是国家城市银行、国家商业银行、大通国家银行、汉诺威国家银行、J. P. 摩根和库恩—勒布公司。在场内的贷款可随要随付，并可由上市证券抵押。

“粉色报价单”开始于1911年。这些报价单用于场外交易市场股票，它印在一个独特的粉红色的纸上。这种印刷品成为关于场外交易证券的价格信息的主要来源，直到60年后纳斯达克市场的创立。纽约场外市场协会在1911年取代了纽约场外代理会。纽约场外市场禁止交易或对在纽约证券交易所上市证券进行报价。此外，成员还须遵守治安条例，不能在街上的外围地区进行交易。“人行道和街道必须随时保持畅通交通。”[①] 场外市场规则规定在合同日进行现金交易或通过“正常途径”进行交付，这就需要在合同后的营业日交付；买家或卖家的期权允许不少于4天或不超过60天；超过3天的“即时合同”必须以书面形式提出。场外证券市场是基于“合同签署的时间，期限及条件”交易。场外证券市场要求会员定期提供完整的财务报表，以及关于市场上报价的所有公司的情况。

债券市场正在增长。1912年，债券承销额超过15亿美元。一些“债券公司”专门从事承销。这些公司作为批发商，将新发证券分配给零售经纪公司再出售给公众。在英国，公司发行的许多债权证被认为是永久性的或不可兑现的，也就是说，只有在公司解散或发生违约事件时才支付这些债券。这有

---

① U. S. House, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, *Money Trust Investigation: Investigation of Financial and Monetary Conditions in the United States Under House Resolutions Nos.* 429 *and* 504, 62d Cong., 3d sess., 1913, p. 1348.

些像20世纪的情况。在第一次世界大战之前，美国的投资银行公司利用外国分公司在美国境外发行美国证券。如高盛公司和雷曼兄弟在伦敦使用佳华父子公司（Kleinwort Sons & Co.），艾伯特—瓦格罗素—加派特公司（Albert, Wagg & Russell, and S. Japatt & Co.），在阿姆斯特丹使用拉布谢尔—欧印公司（Labouchere, Oyens & Co.）。承销美国股票的投资银行家在股票发行时进行交易，以便在承销期间稳定其价格。这些价格稳定活动持续鼓励市场操纵，推高股票价格，并诱使投资者以更高的价格购买。这些行为将成为未来的监管重点。

1912年至1915年，在美国只有约250名证券交易商，主要集中在东部地区。“直到1917年发布自由贷款之时，我们才发现有大量的独立经纪人在全国范围内从事证券分发业务。”[1] 1910年11月，一位套利者在《纽约时报》为自己的股票和债券服务做广告。此人声称他所从事的工作乃是“严格套利，绝不投机”。在第一次世界大战爆发前，埃斯塔布鲁克公司（Estabrook & Co.）在纽约和波士顿担任投资证券的银行家角色。1910年成立的所罗门兄弟—赫茨勒公司（Salomon Brothers & Hutzler）有三个兄弟——艾瑟、波西和赫伯特。他们为自己的父亲——一位资金经纪人工作。莫尔顿·赫茨勒（Morton Hutzler）在公司成立后不久也加入。直到1970年，所罗门兄弟—赫茨勒一直沿用这个名字。所罗门兄弟最初是作为一家“贴现行”来经营，买卖公司和政府的票据和债券。艾瑟·所罗门设计了“银行承兑的特种期货合约”。[2]

第一次世界大战前，一家位于费城，芝加哥和旧金山的银行附属公司哈尔西公司，出售已被“我们的工程，法律和会计专家批准”的债券。这些债券提供了一个“不寻常的机会”。[3] 有“散股专家”之誉的约翰·缪尔公司（John Muir & Co.）发表“散股评论”，讨论20年周期理论是否有可靠的基础等备受关注的话题。怀特—韦尔德公司在芝加哥、纽约和波士顿出售投资证

① *United States v. Morgan*, p. 638.

② Martin Mayer, *Nightmare on Wall Street*, p. 33.

③ *New York Times*, November 2, 1910, p. 14.

券。1912年，约翰·马什公司向芝加哥的受托人——银行、保险公司和其他机构提供利率为5%的抵押贷款。加拿大境内的小麦农业债券在芝加哥出售，这些债券每年支付7%的收益。斯皮策—罗里克公司（Spitzer, Rorick & Co.）发行的市值债券收益率从4.25%至5.75%。锡尼—罗杰斯公司（Seney, Rogers & Co.）出售芝加哥房地产黄金债券和抵押贷款，投资额从100美元到50 000美元不等。这些投资据说是“安全可靠的”。[①]

约翰—纽文公司（John Nuveen & Co.）发行市政债券。谢里丹公司（W. M. Sheridan & Co.）向芝加哥客户发放关于汽车工业证券的“免费”市场信函，包括的汽车股票有威利斯越野、欧弗兰、帕卡德、雷、赫普、麦斯威尔、凡世通轮胎、查尔默斯、史蒂倍克、加拿大福特、通用汽车以及佩姬—底特律。琼斯—贝克公司将麦金泰尔矿山吹捧为投资，宣布其月净收益约35 000美元。布莱尔公司（Blair & Co.）发行投资证券和旅行者信用证。1912年，威廉·所罗门公司和哈尔加腾公司创建了“农业信用公司”，专营用于购买农具的票据。还有的经纪公司出售“部分付款计划”，允许小投资者分期付款购买股票。这些计划通常需要25%的首付款，每月支付证券成本的5%～10%。

抵押贷款和债券银行家施特劳斯公司（S. W. Straus & Co.）在1909年创建了第一抵押房地产债券。该项目为投资建造的建筑物提供高级索赔的担保，紧随其后的还有其他项目，摩天大楼渐渐林立形成了地平线。这些债券收益达到6%。施特劳斯向投资者提供“安全有利的投资”指南，并且表示，它将提供“最保守的”投资，产生5.5%至6%的利润。[②]施特劳斯在1912年宣称，在31年的业务中，没有客户“因对我们购买的任何投资损失过哪怕1美元的本金或利息”。公司将“最优质的第一抵押贷债券”定义为创收资产。[③]

罗林斯父子公司出售投资债券，该公司表示，其“客户”不仅仅是“顾

① *Chicago Tribune*, January 2, 1912, p. 13.

② *Wall Street Journal*, January 13, 1913, p. 5.

③ *Chicago Tribune*, January 1, 1912, p. 19.

客”：“顾客一词传达一种关系，一方面是充分的信任，另一方面是有意识的责任，顾问和客户的利益是清晰且一致的。”[1]拉塞尔—布鲁斯特公司（Russell，Brewster & Co.）以贴现价出售联合轻轨铁路公司累计约6%的股票，据称该证券的实际平均投资收益率达到7.33%。

1914年，密歇根土地及家畜公司（Michigan Land & Live Stock Co.）卖出了10万美元的7%的优先股。它声称公司的土地价值每年增加10%是“铁定的”。查尔斯·布莱思（Charles R. Blyth）和迪恩·威特（Dean Witter）组建了布莱思—威特公司，于1914年开始在旧金山进行一般的投资银行业务。布莱思是总裁，威特是副总裁，他们专门从事西海岸的电力和轻工业相关的投资银行业务。1916年，该公司开设了洛杉矶办事处，又在1919年设立了纽约办事处，之后他们陆续在加利福尼亚州的其他地方，西海岸以及新奥尔良开设办事处。

威廉·杜兰特

汽车制造业资本需求巨大，对投机有很大吸引力。由于汽车工业的快速增长，1907年，底特律证券交易所成立了。莱特兄弟首次飞行的同年，1903年，福特汽车公司成立了，其销售增长迅速。威廉·克拉波·杜兰特（William Crapo Durant）是一位市场投机商，他成立了一家运输公司，于1904年接管了别克汽车公司。到1908年，杜兰特的工厂销售8 000辆汽车，超过了年轻的福特汽车公司的产销量。但杜兰特也会犯错。他犯过的其中一个大错是他决定在1909年以800万美元协议收购福特汽车公司，杜兰特的银行家们认为福特并不值那么多钱。杜兰特兼并了通用汽车公司，在其别克业务中增加凯迪拉克和奥斯莫比，也并入了其他公司和卡车公司。通用汽车很快成为全国最大的汽车制造企业。约翰·洛克菲勒借给通用汽车600万美元，并在通用汽车的股票价格从200美元涨至1 500美元中得到回报。像许多金融家一样，杜兰特在其帝国组建中是天才，但在其管理方面是灾难。通用汽车不久

---

① *Chicago Tribune*, January 8, 1912, p. 13.

陷入债务危机，杜兰特在1910年创造了垃圾债券来融资，这是他努力保持通用汽车运营的一部分。杜兰特的借款包括来自波士顿的李—希金斯公司，以及塞里格曼等其他投资银行家的1 500万美元。迫于无法偿还这笔债务，杜兰特退休了。投资银行家通过信托投票权获得公司控制权，查尔斯·纳什（Charles Nash）和瓦特·克莱斯勒（Walter Chrysler）被请来管理公司。

退出通用汽车后，杜兰特联合赛车手路易斯·雪佛兰，开始建立雪佛兰公司并很快成功。杜兰特和他的同事开始购买通用汽车托拉斯证券。协助他的是纽约的查塔姆—菲尼克斯银行。托拉斯投票权于1915年到期后，投资银行家与杜兰特之间的控制权得以分开。为了打破僵局，皮埃尔·杜邦和他的手下被选入董事会担任中立董事。杜兰特在杜邦化学公司的执行官约翰·雅各布·拉斯科夫的帮助下，寻求在1915年重掌通用汽车。杜兰特通过为每份通用汽车股票发行配比5份雪佛兰股票而成功。然后杜兰特又把费雪车身公司、德尔科等企业并购进通用汽车公司。这使通用汽车成为一个工业巨人。

汽车行业的竞争激烈。到1910年，美国每年生产大约20万辆汽车。亨利·福特开始以超过800美元的价格出售他的汽车。尽管福特汽车销量如日中天，他还是开始降价。到1914年，福特销售的车型低至490美元。当时，福特汽车公司工资每天5美元，并实施了8小时工作日。到1916年，其每年销量超过100万辆。然后，亨利·福特设法削减福特汽车公司的股息，以使他能以更低的价格卖车。但这还是需要一些价格减免的。而通用汽车价格在1897年和1914年之间上涨了约50%。虽然福特知道他可以卖更多的汽车收更多的钱，但他相信他已经赚够了。公司的其他股东可不同意这种哲学，他们起诉了亨利·福特，法院判决派发红利。法官们提醒亨利·福特说，一家公司是为股东利益而运作的，而不是出于慈善目的，也不是仅仅为了公众利益。

汽车金融

在1908年，第一家为消费者分期付款凭证贴现的金融公司成立了，为1913年成立第一家汽车金融公司铺平了道路。1915年，商业信用公司开始专门从事汽车金融贷款。他们从经销商处购买分期付款协议，也为其提供融资。

次年，为了同样的目的，商业投资信托公司成立了。1919 年，通用汽车创建了自己的财务子公司通用汽车承兑公司，这是美国消费金融的真正开始。1912 年詹姆斯·肯珀（James S. Kemper）签发汽车责任险保单，他创立了伐木工人互助保险公司和肯珀保险公司集团。肯珀的汽车险费率是马匹险的两倍。1911 年出现了另一种形式的保险，即为员工创建的第一集团人寿保险计划。员工养老金计划持续发展起来。1908 年，国际收割机公司为雇员提供了一个养老金计划，对 20 年工龄的雇员每月至少提供 18 美元。这个计划的最高金额是每月 100 美元，平均每月收益约 32 元。养老金在员工达到 70 岁时开始支付。

国际金融

第一次世界大战之前，美国“鹰”的价格在英国上涨。1914 年，联邦政府宣布了股票转让税，但联邦财政在第一次世界大战爆发前在各国排名第二。联邦和地方政府的债务，特别是地方政府的债务，在世纪之交后大大增长。各州及其下辖市政债务是 1913 年联邦政府的 4 倍。然而，联邦政府通过“美元外交”在国外展开其金融战略。该政策被用于鼓励美国银行集团在中国投资，以便参与到中国发展中，使其金融不至于完全由欧洲人资助。包括摩根公司、库恩—勒布公司、第一国家银行和纽约国家城市银行在内的这几个银行集团协议一同参与。1910 年，上述四个机构呼吁通过提供 170 万美元的贷款来拯救利比里亚。西奥多·罗斯福总统还在拉丁美洲和加勒比地区使用美元外交，鼓励这些国家向美国借款，并在某些情况下接管其资金运作。1914 年，国会授权召开泛美金融会议，许多私人银行家连同威尔逊总统都参加了这次会议。

第一次世界大战爆发前夕，伦敦仍然在争夺世界金融中心的称号。英国英镑是主要的国际货币，伦敦处于第一次世界大战前的金本位的中心。这是个汇率稳定的金本位时代。英国财政大臣劳埃德·乔治（Lloyd George）指出，1914 年伦敦的汇票被用来为美国南部的棉花运输提供资金。美国人在中国购买的丝绸和茶都是通过伦敦融资的。劳埃德·乔治声称，“伦敦交易比我

们自己的全部业务交易量多得多；我们通过这些证券交易处理了世界的一半业务。同样重要的是，伦敦发行的票据已经成为全世界商业货币的一部分。”[①]这不是无所事事的吹嘘，但美国财力确实越来越强大了，因其国民生产总值在1913年达成1860年的7倍，这个事实万众瞩目。

① Ernest Ludlow Bogart, *War Costs and Their Financing*, p. 19.

第2章 美国参战

第1节 第一次世界大战

战前的金融业

1913年夏天，经济正在经历衰退。随后，由于欧洲的紧张局势，股市下跌。在大公弗朗西斯·费迪南德被暗杀后，自欧洲而起的抛售风潮使价格进一步下降。1914年7月的最后一周，股票市场被击穿，因为担心对短期资金市场的大量需求会导致另一个恐慌，纽约证券交易所交易暂停，直到1914年11月28日。即便那时，纽约证券交易所对交易的证券仍旧实行价格限制。这些限制直到1915年4月1日才被取消。纽约场外市场和联合证券交易所也在欧洲开战时关闭，直到1914年11月12日在纽约市场重新开放交易。市场恢复后的交易中，“一个巨大的投机狂”出现了。股价“以惊人的速度向上盘升”，投机者相信美国工业将受益于战争。[1] 股市价格在1915年的增长超过50%。

在战争狂热后，所谓战争股票的一系列操纵随之而来。被操纵的是那些可能从战争材料合同中获得大量利润的公司股票。“似乎无底线的轻信的公众

① Herbert D. Seibert & Co., *The Business and Financial Record of World War Years*, p. 64.

们，在这些报告的影响下采购大批量订单，一夜之间价格飞涨。”[1] 坩埚钢公司的股票是众多被操纵股票中的一支，虽然公司无力偿付到甚至拖欠其优先股息，仍被预计将从欧洲战争销售中获利。这些说法实际上有一些效果。英国政府在第一次世界大战期间发出的众多订单中，有从斯蒂贝克以 55 万美元购买农业货车以及用 100 万美元购买硝化甘油的订单。美国钢铁公司在 1914 年减少派息，在 1915 年停止派息。然而，在 1915 年底，该公司因战争而获得其史上最高利润，并在 1916 年再创新高。

当欧洲爆发战争时，有 8 万美国人被困在国外。国际信用交换制度被暂停，美国人难以兑现信用证。“在伦敦成立了一个总部设在萨瓦酒店的美国委员会，为旅行者提供现金信用证。”[2] 欧洲战场对美国的货币市场构成了更大的威胁。令人意外的是，1913 年的《联邦储备法案》延长了 1908 年的《奥尔德里奇—弗里兰法案》，这使银行能够大量发行票据以应对战争带来的货币危机。银行使用这些票据偿还债务，并能够确保向存款人付款。奥尔德里奇—弗里兰票据使货币供应量增加了 3. 8 亿美元。结算所通过发行总额超过 2 亿美元的证书，增加了货币供应量。为补充货币资源，美联储“向南方银行发放了超过 7 500 万美元的紧急货币，并允许银行基于棉花票据发行货币。”[3] 为了协助棉花种植者，财政部向在里士满，亚特兰大和达拉斯德的三家联邦储备银行注入资金。随后，美联储允许对商品票据——由棉花仓单收据确定的票据再贴现提供特别利率。

国际支付

国际支付出现了另外一系列问题。一部分纽约州银行开始在 1914 年 9 月形成一个 1. 5 亿美元的黄金总库，目的是满足美国海外债务的需要。总库中的黄金将在加拿大存管，在伦敦进行支取。银行们为黄金总库贡献了约 5 000 万美元。与此同时，美联储和财政部督促各银行再筹集 1 亿美元的资金，后

---

① Herbert D. Seibert & Co. , *The Business and Financial Record of World War Years*, p. 64.

② Martin Gilbert, *A History of the Twentieth Century* 1900 – 1933, p. 344.

③ Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America*, p. 200.

来，这被证明没有必要。因为J. P. 摩根公司再次进入并稳定大局，只再需要2 500万美元的黄金。最受国际关注的重要部分是纽约市在伦敦和巴黎发行了8 000万美元债券，这些债券在1915年1月到期，并需要以黄金支付。法国和英国要求偿付，这两个国家都急切要求资金以便资助他们去打仗。不幸的是，纽约市没有足够的黄金来进行偿付。市政府官员请J. P. 摩根公司在美国组织一笔1亿美元的黄金票据承销，该贷款的收益将用于支付纽约市的欧洲和其他负债。J. P. 摩根公司召集库恩—勒布公司组成了一个由超过125家银行组成的辛迪加，一起负责纽约市的承销业务。银行同意向纽约市购买1亿美元的债券，其中，8 000万美元的黄金将运往欧洲，以偿还纽约市的债务。此次发行被超额认购，这便减少了对黄金总库的大部分需求。J. P. 摩根公司无偿实施了此服务。

英国在第一次世界大战期间被迫退出金本位，黄金很快流回美国。从战争爆发到1917年4月间，10亿美元的黄金被运往美国由盟国购买用于作战。之后，美国成为在欧洲战场参战的各国政府资金来源。这些融资大部分通过私人投资银行家提供。一个独特和富有创造性的结构化融资昭示着在20世纪末开始盛行的资产支持证券。在第一次世界大战开始时，英国投资者持有约40亿美元的美国证券。1915年12月，英国宣布了一项股票贷款计划，英国政府将购买或借用英国投资者在英国持有的美国证券，将其用作抵押品在美国获得贷款。在借入证券的情况下，除了证券的收入外，持有人还得到英国政府0.5%的利息。向英国财政部借出证券的投资者可以要求将其出售并将收益借记投资者。这种销售对美国买家是有利的，因为战争正在提高证券的销售价值。

英国股票贷款计划需要一些额外的激励措施，以从英国投资者那里获得证券。一个这样的措施是对没有出售给英国政府或借给英国政府的美国证券征收特别税。即使如此，英国财政部要求其公民放弃美国证券的努力仍未能带来足够的资金。结果，英国政府在1917年开始征用英国公民持有的外国证券。英国政府进一步禁止出售英国以外的公民持有的外国证券。通过这些措施，英国政府能够从其公民身上获得近30亿美元的美国证券，以资助其在美

国的贷款业务。英国的卡内基信托公司从事美国证券贩卖。1915年12月，该公司出售了2 500万美元的50年期、5%利率的美国钢铁债券，以便其收益可以再投资英国证券。1916年2月，J. P. 摩根公司出售了近2 300万美元的5%利率的美国钢铁公司的首笔按揭债券给苏格兰的卡内基基金会。英国投资信托公司卖掉了其美国投资的很大一部分。一个英国信托投资商损失严重，因其专门从事俄罗斯证券。

英国财政部在第一次世界大战期间通过出售国库券获得资金。例如，在1916年9月，英国财政部出售了3年期、票面利率6%的国库券。如果票据是由英国以外的居民持有的，本金和利息则免缴英国税，这是外国人购买此类票据的诱因。1916年11月，英国和法国政府通过J. P. 摩根公司宣布他们将在纽约市场发行短期国债，期限从30天到6个月不等。美联储反对这项发行，并警告纽约的银行们不要购买。由于这些反对意见，英国财长宣布撤回该发行建议。不过，J. P. 摩根公司和其他美国银行向英国政府提供了由黄金和美国证券担保的贷款。这些贷款在某个阶段自有价值约4亿元，获得贷款的证券价值超过7亿美元。

J. P. 摩根公司是英国和法国政府在第一次世界大战期间在美国战争物资的采购和融资代理商。1915年8月，J. P. 摩根公司从英国政府收到了约3 000万美元的证券和2 000万美元的黄金。货物从英国由英国战舰发送到哈利法克斯，然后从那里装运上专列。英国巡洋舰带来的金额与前者类似。这些货物被用作贷款的抵押品来支付英国的购买。1915年9月，J. P. 摩根公司从英国收到另一批约5 000万美元的黄金和有价证券。第三批是在1915年10月从英国运来的价值2 500万美元的英国硬币。

1915年4月，J. P. 摩根公司以3 000万美元在美国发售法国1年期贷款。同年6月，美国政府向法国政府提供了4 000万美元的贷款。这种“罗斯柴尔德兄弟贷款”是由美国铁路证券提供的，已被法国政府兑换为法国债券的有价证券。J. P. 摩根公司代表罗斯柴尔德氏在美国获得法国融资，并在库恩—勒布公司的帮助下出售了大量由罗斯柴尔德氏持有的宾夕法尼亚公司的3.75%债券。布朗兄弟公司做了小规模的协助工作，安排为法国扩充2 500万

美元的商业信贷规模。法国政府要求美国投资银行家安排美国铁路以美元支付，凭借有利可图的汇率以法国法郎偿还。然后，大量的债务通过美国的债券发行得以偿还。1917 年，J. P. 摩根公司在美国谈判另一项资产支持贷款，金额为 1 亿美元。这项行动是通过一个名为美国外国证券公司的特殊目的机构进行的，该公司专为实施这笔贷款而组建。美国外国证券公司向美国投资者提供了 9 400 万美元的三年期 5% 的可转换黄金票据。当其产生盈收则将收益借给法国人。法国政府通过从其法国持有人借入的证券获得了价值 1. 2 亿的美元贷款，这项贷款计划被超额认购。

1915 年 10 月，英法贷款通过 5 亿美元 5 年期的债券得以完成。英法贷款是英国和法国政府的共同债务，通过在美国出售 5% 计息 5 年期债券获得支付。这些债券可以转换成英国和法国的债券，按 4. 5% 计息，期限更长。J. P. 摩根公司是主承销商，这笔贷款被超额认购。有包括伯利恒钢铁公司的查尔斯·施瓦布先生和杜邦家族的成员在内的 6 个人认购此项贷款 1 亿美元。1915 年 12 月，另一个大约 3 亿英镑的英法贷款被投资并认购。当辛迪加开始解散时，债券的价格急剧下降。对卖方的 15 天及 30 天期权在低于银团价格 98 的几个点位清算。1916 年 8 月，英国通过发行两年期 5% 的担保型黄金票据，在美国又借了 2. 5 亿美元，主承销商还是 J. P. 摩根公司。该票据抵押品价值 300 万美元，其中包含已经从英国公民手中上收的 100 亿美元美国证券。捐助被整体出售给美国投资者，这些票据成为英国政府的直接债务。另一笔贷款是由 J. P. 摩根公司于 1916 年 10 月发出的 3 亿美元的英国和爱尔兰 5. 5% 黄金票据。这些债券由 3. 6 亿美元的股票、债券和证券担保。本金和利息可在 J. P. 摩根公司的办公室以美元金币支付，或者，持有人可以选择，在伦敦以英镑 4. 865 美元的固定利率付款，而不扣除英国税。英镑在第一次世界大战期间以 4. 27 美元的价格被钉住。

美国的金融领导地位

美联储在 1916 年指出，“美国正迅速成为各地外国政府的银行家。”[①] 这

① Seibert, *Business and Financial Record of World War Years*, p. 154.

并不夸张。债券销售和贷款参与正在通过美国约1 500家银行机构进行。摩根公司将在大战期间主导为英国和法国承销约15亿美元的贷款。库恩—勒布公司在更大的承销，及其他业务方面经常支持摩根公司。1916年9月，库恩—勒布公司为巴黎市贷款5 000万美元。该贷款涉及使用5年期票据，支付超过6%的利息。债券的本金和利息由持有人选择在纽约以黄金或在巴黎以固定比率5.50法郎/美元支付。这给了持有者一个基于兑换非常大的利润前景，因为战争之前的正常汇率约为每美元5.18法郎。贷款被大量超额认购，以至于看起来就像是在内战期间由联邦使用的埃尔朗贷款的重放，除却它不涉及棉花。

在1916年11月，库恩—勒布公司带领集团，试图为波尔多市、里昂市和马赛市发放2 000万美元的贷款。这些贷款通过3年期6%黄金票据销售给美国的投资者。因为美联储警告不要把资金用在外汇国债上，此次产品销售并不完全成功，需要重新发行。在这种情况下，担保信托公司、银行信托公司和威廉·邦布莱特公司（William P. Bonbright & Co.）向法国工业企业提供了另外5 000万美元的贷款。其他国家也在寻求美国融资。1915年初，阿根廷共和国出售了1 500万美元的6%黄金票据。1916年6月，美国银行家为俄罗斯政府安排了3年期5 000万美元的贷款。为了获得贷款，俄罗斯政府在彼得格勒建立了1.5亿卢布的信贷额度，以便配合美国银行3卢布兑1美元的固定比率。美国银行可以选择购买的5年期5.5%俄罗斯国债，佣金为94.75，减少了4.5%。这些债券可以以卢布信用购买，这便给了银行家操纵汇率的机会。后来，1916年11月，由摩根公司、国家城市银行、担保信托公司、李—希金斯公司和哈里斯—福布斯公司组成的辛迪加发行了价值5 000万美元的俄罗斯政府5年期5.5%债券。债券贴现出售，购买者的回报率为6.75%。这个产品并不成功，销售额仅约3 000万美元。1917年6月，纽约的公平信托公司、钱德勒公司等宣布以240万美元购买了玻利维亚共和国6%的债券。国家城市公司——第一国家城市银行的证券子公司，担任承销商销售了400万美元的10~30年期4%菲律宾黄金债券。一个由李—希金斯公司负责的美国辛迪加承销了5%的2 500万美元的意大利1年期6%

黄金票据，于1915年10月在美国出售。挪威在1915年12月从美国的银行获得了500万美元的7年期6%贷款。1916年3月24日，摩根公司为加拿大政府提供了7 500万美元的5%黄金贷款。1916年11月，500万美元的中华民国的3年期6%国库券在美国发售。另一笔550万美元的圣保罗市的6%连锁债券也被卖给美国投资者。

伴随着美国参战，美国融资的步伐加快了。1917年1月，摩根公司担任英国担保可转换金券的2.5亿美元的承销商。这些票据支付5.5%的利息，并在一到两年内到期。如果以前没有兑现，票据持有人可选择转换为20年期5.5%债券。此番发行中的票据在纽约以美国金币支付，持有人或者可选在伦敦支付，美元兑英镑固定汇率为4.865。这些票据由美国、加拿大和其他价值3亿美元的证券担保。如果证券价值下跌超过20%，英国政府同意存入额外抵押品以维持120%的贷款安全性。之后的1917年3月，摩根公司作为一个辛迪加的负责人，为法国政府承销了1亿美元的2年期5.5%可转换担保黄金票据。就像早期的巴黎市提供的，这些票据在纽约市以美国金币支付。不过，持有人可以按1美元兑换5.75法郎的汇率收取本金和利息，这是一个有利的汇率。这笔贷款由价值1.2亿美元的证券支持。

法国和英国政府在第一次世界大战期间通过发行票据支付在美国的火药和其他采购。杜邦公司花了5 500万美元的票据支付交货。杜邦公司使用这些票据发布股息。不能以其他方式处置债券的原因是因为出售会压低市场。英国和法国的外国证券并未被杜邦公司作为股息支付给股东，因此被银行贴现。第一次世界大战期间，美国铁路证券在德国的销售继续被青睐。1914年至1916年间德国在美国也进行了几单票据发行业务。1916年，钱德勒公司进行了1 000万美元票据发行。1917年德国政府在美国发行了1 000万美元的6%国库券，用于在美国为德国政府建立商业信用额。1917年4月美国对德宣战中止了这项活动。

美国参战

甚至在美国进入战争之前，财政部就一直在收紧对货币供应的需求。1917

年 1 月，财政部宣布将开始发行一美元面值和两美元面值的美国国库券。因为财政部在这些面额中不能发行足够的白银券，所以需要发行国库券。1917 年 4 月，国库券的发行量超过 2.5 亿美元。这些证书的期限超过一年，支付 3% 利率，且只出售给机构。发行中获得的大约 2 亿美元的收益用于帮助英国作战。另外发放的 2 亿美元的美国国库券用于协助法国和意大利作战。在美国宣战后，伍德罗·威尔逊总统对黄金实行出口禁运，包括硬币、黄金和货币。要求美国出境者不得携带超过 200 美元的黄金和超过 5 000 美元的现金。战争期间的白银券引发了一些问题。1917 年 9 月银价上涨，这是自 1878 年以来银价的最高价格，然后价格急剧下降。国会授权财政部退还白银券，然后出售支持银券的白银。财政部向大不列颠出售了 2 亿盎司白银供印度政府使用。

自由贷款

在美国对德国宣战之后三个星期内，国会批准了 50 亿美元的“自由贷款”，利率不超过 3.5%。那时铁路债券票面利率 4.79%。自由债券的期限为 30 年，但可以在 15 年内向政府兑换，且只对收益征收遗产税。为了提供急需资金，政府在预期自由贷款有收益时发行了债务证书。1917 年财政部发行了约 40 亿美元的此类证书，以支付政府开支。债务证书用于通过回购交易提供流动性，即证书由纽约联邦储备银行暂时购买，然后转售给原始卖方。这个“回购”过程也用于回购银行承兑汇票。

第一笔自由贷款是在 1917 年 6 月发行的 20 亿美元。如果任何未来的自由债券发行支付超过 3.5%，这些证券可以转换成更高利率的债券。1918 年，国会对期限超过五年的债券设定了 4.25% 的利息限额。财政部部长指出，第一笔自由贷款是“美国政府曾经承担的最大的单一融资项目”。[①] 另一笔自由贷款发行于 1918 年 10 月，规模为 30 亿美元，超额认购超过 10 亿美元。这项贷款的利率为 4%，但没有像第一笔自由贷款那样免除联邦税。另一笔 60 亿

① Seibert, *Business and Financial Record of World War Years*, p. 198.

美元的自由贷款接踵而来。1918 年，美国公众单独认购了高达近 70 亿美元自由贷款债券。1919 年 5 月，胜利贷款发行募集了 45 亿美元。这样，通过自由贷款借入的资金总额超过了 180 亿美元。

这些极好的贷款方案使联邦政府有能力资助自己参战，并在第一次世界大战期间向其盟国提供了近 120 亿美元的贷款。自由贷款计划主要由商业和私人银行实施和监督。联邦储备委员会负责自由贷款计划的管理，但是促销是私下进行的。商业银行“购买了大约 50 亿美元或 20% 的债券来资助战争。”[①] 自由贷款委员会在全国各地成立起来，将余量销售一空。在纽约，银行和债券公司临时抽调了 300 多名债券销售人员到自由贷款委员会。国家城市公司、哈里斯—福布斯公司和保证信托公司将自己的债券销售人员借调给自由贷款委员会，百货公司也开放了摊位，债券销售员被分配到这些地点。

仿效杰伊·库克（Jay Cooke）的做法，美国政府广泛宣传自由债券，以确保成功。政府成立了一个战争贷款组织，设立发言人，分发海报和广告，推动销售自由债券。约有 200 万人自愿出售这些债券。电影明星们，包括查理·卓别林和道格拉斯·费尔班克斯，被请来宣传促销。数以百万计的报纸文章支持这些债券的销售，包括约 2 700 个社论、超过 1 000 个漫画、约 16 000列报纸广告和超过 1 500 页的付费报纸广告专用于自由贷款销售。大约 45 000件广告宣传片和成千上万的店面招牌进一步促进了自由债券的销售。潜在的自由债券购买者被告知，购买一枚 50 美元的债券“将为整个士兵公司购买 1 000 枚手榴弹、100 枚手榴弹或刀、叉子和勺子。”[②]

公众被敦促借贷来购买更多的自由债券。参与证书允许公众分期购买自由贷款。五份 10 美元的参与证书可以交换一份 50 美元自由债券。这些证书将提交给纽约联邦储备银行，以换取附有优惠券的 3.5% 黄金债券。另外，自由债券是在分期付款计划下进行杠杆买卖的。储蓄券和战争储蓄邮票是以低

① U. S. House, Staff Report of the Subcommittee on Domestic Finance of the House Committee on Banking and Currency, *Federal Reserve Structure and the Development of Monetary Policy*: 1915 – 1935, 92d Cong., 1st sess., 1971, p. 26.

② James E. Buck, ed., *The New York Stock Exchange*: *The First* 200 *Years*, p. 119.

至25美分和高达5美元的面额发行的，是吸引小投资者的另一种手段。战争储蓄邮票在五年内到期，并以贴现价格售出，即以4.12美元购买的邮票将以5美元到期。获准发行的储蓄券面额有100元及1 000元。超过8亿美元的战争储蓄券和储蓄邮票被出售。

债券促销活动成效显著，自由贷款被超额认购。销售活动的进一步影响大大增加了美国人的证券持有量。在第一次世界大战之前，只有20万人可以被称作投资者，而在战争期间估计有2 000万人购买了自由债券。美国一半以上的成年人以一种或多种形式购买了自由债券。“自由债券的浮动相对于普通证券而言产生了比之前更大的公众利益。这为产业资本借贷创造了一个巨大的市场。”① 当战争需要更多的资金时，第一芝加哥国家银行和其他银行为自己的账户购买了数百万美元的国债。还有用于作战的额外资金通过税收募集起来。美国参战后，对银行家和经纪人征收了“特别税”，颁布了对整笔遗产征收继承税，颁布“超额利得税”从而增收所得税。后者是对超过1911年至1914年企业获得的利润的征税，超额利润税的税率从20%到60%不等。例如，美国钢铁公司在一个季度赚了1.44亿美元，则该公司拨出约5 000万元，用以支付超额利得税及其他战争税。1917年，所得税收入在美国历史上首次超过关税。几年时间内，所得税收入成为关税的十倍。税收和贷款是必须的。第一次世界大战给美国造成的支出总计约为360亿美元。期间，国债从10亿美元增加到150亿美元，到1919年达到250亿美元。

英国在1917年发现自己快要破产了，这简直与其战前年代在国际金融中的主导地位形成鲜明对比。英国欠了4亿美元的由J. P. 摩根公司承销的到期贷款，但美国先借出近7亿美元给英国，允许它继续努力参战。即使有自由贷款的巨大需求，华尔街还是继续资助外国政府。1917年8月22日，J. P. 摩根公司代表英国政府在美国发行90万英镑的90天英国国库券，预期每周销售一批。“美国公债”和在美国注册的“4s”也被英国政府在战争期间在美国

① Securities and Exchange Commission, Report Pursuant to Special Study of the Public Utilities Holding Company Act of 1935 on Investment Trusts and Investment Companies (Investment Counsel, Investment Management, Investment Future Prices, and Investor Advisory Services), 1939, p. 10.

发行。

战争中的融资

美国政府设立了几个大型组织来处理战争所遇到的短缺和其他问题。战时金融公司（WFC）成立于1918年，目的是补贴和承保战时工行的银行贷款。其股票由财政部掌握，其管理由总统任命的董事会负责。战时金融公司发行了30亿美元的债券。政府还向战时金融公司提供了5亿美元的资金。战时金融公司向布鲁克林快速运输公司提供了1 700万美元，其中5 700万美元的黄金票据在1918年7月到期。战时金融公司的条件是，要求到期债券持有者在新的3年期利率7%的债券中至少进行70%的股份交换。战时金融公司向圣路易斯联合铁路公司提供了超过300万美元的直接贷款。第一次世界大战期间，战时金融公司大部分贷款是2亿多美元的铁路贷款。战时金融公司没有提供更多贷款，因为私人市场能够在没有政府援助的情况下提供大多数战时资金。1914年，财政部成立了战时风险保险局，以保护商船。《战时风险保险法案》为士兵和其他军人创造了政府人寿保险计划。该法案提供的可再生保险条款，使在军方服役的个人可获得高达10 000美元的福利。

1917年12月，铁路被收归国有。为节省能源，1917年12月政府实施灯禁。国家燃料管理局局长，艾伯特·威金（Albert H. Wiggin）要求纽约每周有6天实行灯禁。燃料管理局要求企业不得在星期一燃烧燃料，除非为防止因冰冻造成损坏。纽约证券交易所试图在周一实施无光或无热的交易，却事实证明行不通，于是从那天起开始关闭交易。投机者伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）被伍德罗·威尔逊任命为战时工业委员会主席。巴鲁克“继续服务每一位总统，直到他在1965年去世。”[1]巴鲁克在位时期，每年以100亿美元的价格购买战争材料。伯利恒钢铁公司的负责人查尔斯·施瓦布（Charles M. Schwab）在战争期间致力于美国的造船工业。年轻的约翰·肯尼迪离开他在波士顿的哥伦比亚信托公司的总裁职位，成为伯利恒钢铁造船厂的经理。约翰·瑞恩（John D.

---

① Charles R. Geisst, *Wall Street: A History*, p. 147.

Ryan）在 1918 年 4 月被任命为军用飞机制造主管。金融家们纷纷参与到各行各业大显身手。1917 年 5 月，J. P. 摩根公司的亨利·戴维森成为红十字会的主席。红十字会很快便宣布，它已获得 1 亿美元的私人捐款用于战争救济工作。戴维森建议公司应将额外红利的 1% 或更多捐助给红十字会，美国钢铁公司等公司相继响应并加入这一计划。最终，在战争期间，红十字会收到的捐赠总额超过 1.34 亿美元。

第一次世界大战对金钱的损耗正如对生命的摧残。交战各方直接支出估计超过了 2 000 亿美元。在第一次世界大战结束时，英国欠美国超过 8 亿英镑，法国欠美国 6 亿英镑。许多盟国政府的债务被注销了，但英国仍得在 1965 年使用其所得税收入的 1% 来偿还债务。美国政府的金融救援继续。1919 年 11 月 1 日，J. P. 摩根公司启动了 2.5 亿美元的战后联合王国贷款项目。1920 年 9 月和 1921 年 6 月，两笔共计 2 亿美元的法兰西共和国贷款筹资成功。

第 2 节 战争和股市

欧洲战场如火如荼的同时，道琼斯工业平均指数在 1915 年到 1917 年增加了一倍以上。美国的公司股东数量从 1900 年的 440 万个增加到 1917 年的 860 万个。纽约证券交易所的日交易量每天达到 100 万股到 200 万股。1916 年 9 月交易活动大幅上升，但在 1917 年 1 月股市遭遇逆转，当时德国政府宣布将进行无限制潜艇战。美国政府在 1917 年 4 月 6 日的宣战结束了美国的牛市，战争不再只是一个欧洲事件，市场压力进一步增大。美国参战后，通过自由债券获得的大额贷款以及在美国游弋的大量外国资金造成了“资本市场的暴力破坏”。证券价格下跌，引发了对金融机构流动性的关注。[1] 一个问题产生了，储蓄银行正投资于面临流动性风险的公共事业股票，因为证券市场资金正在被外国和美国政府贷款消耗殆尽。

---

① Woodbury Willoughby, The Capital Issues Committee and War Finance Corporation, p. 10.

货币委员会

为战争筹措基金的巨额贷款从短期拆放市场源源不断地被提取。到1917年9月，华尔街经纪人在短期拆借方面陷入困境。这表明投资者可能面临被迫卖出保证金证券的危险，因此将导致恐慌。另一个问题是，随着银行开始从短期资金市场提取贷款并买入国债，银行利率面临空前压力。财政部和美联储均表示出对可能危及国库融资的忧虑。纽约的自由贷款委员会负责处理这些受关注问题，并成立了货币利率小组委员会，更通俗的称谓是“货币委员会”，用于设法确保有足够的资金用于短期拆放市场。该机构由纽约联邦储备银行行长本杰明·斯特朗和纽约自由贷款委员会主席以及来自纽约市各家银行的8名高层组成。该委员会后来扩大到包括大约65家银行的代表，以确保有能力向证券交易所提供贷款。

当政府正在进行或即将发生的市场浮动可能造成资金短缺时，货币委员会便被要求协调可用的短期拆放。货币委员会安排了4.5亿美元的短期资金贷款，提供给股票市场随时调用。另外将2亿美元按需分配给短期资金市场。为了进一步确保低利率的短期拆放，委员会在纽约证券交易所的场内建立了一个资金专柜。以前，经纪人通过在交易所现场公开竞价获得资金，资金专柜的出现改变了这种方式，开始按照“先到先得的原则”[①]以6%的固定利率向经纪人分配资金。为了帮助它的努力，货币委员会要求银行和信托公司每日报告金额的调用货币市场贷款。货币委员会试图确保对股票市场的信贷限于必要的需求，而不是投机。

尽管货币委员会作出了努力，市场仍然不稳定。1917年11月1日，在价格崩溃之后，纽约证券交易所试图监控投机性卖空，要求所有成员提供以短期借款借入的股票名单以及他们借来的客户名单。内部规则委员会于1917年举行听证会，讨论一项众议院决议，调查铜矿巨头和金融家托马斯·劳森(Thomas W. Lawson)的指控，证明股市操纵者凭借威尔逊总统对某交战国文

① Benjamin Haggott Beckhart, *The New York Money Market*, vol. 3, p.43.

件中所载的秘密信息进行交易。这个调查没有发现什么问题。虽然在杰克·摩根访问纽约证券交易所时，价格出现了短暂的反弹，但在宣布布尔什维克在俄罗斯获得控制权后，价格再次下跌。市场随后出现了盟军的胜利消息，但股价在 1918 年 4 月底再次暴跌。

1918 年 8 月，随着战争的结束，投机开始增加。货币委员会故而扭转了它的立场，并试图限制资金进入短期资金市场，以抑制投机。委员会试图使用“道德劝告”来限制保证金贷款。联邦储备委员会通过向银行和信托公司发送信函，要求他们谨慎地提供战争所不需要的信用额来协助。1918 年 9 月 5 日，本杰明·福特写信给纽约证券交易所主席，要求其成员每天按时提供借款金额的日报表。他担心当联盟的胜利势头上升时，投机会升温。纽约证券交易所同意此请求。货币委员会建议将股票交易保证金从 20% 提高到 25% 。后来，在 1918 年 10 月，委员会要求将混合抵押贷款的保证金要求从 20% 提高到 30% ，全部由工业股提供的贷款提高 37. 5% 。寻求这项行动是为了遏制投机，而投机活动大幅上升，正如斯特朗长官所担心的。几个月后，在停战后，委员会将银行贷款所需的保证金降低到 20% 。投机再次出现，货币委员会再次建议银行要求所有正常贷款 30% 的保证金。银行同意这一要求，但是货币委员会受到了批评，并投票自我解散。虽然委员会的控制计划在 1919 年 1 月 10 日到期，但其任期又延长了一段时间。此后，货币市场的条件放松，货币委员会的活动停止。

资本发行委员会

独立财政系统的职能在第一次世界大战期间转移到了联邦储备银行。“纽约联邦储备银行在战争期间出售和分销了财政部提供的所有证券的近一半，并安排用其外汇向外国政府贷款。”[①] 在第一次世界大战期间，美联储通过向银行进行爱国主义教育呼吁他们加入了该系统而使其得到加强。进一步地，美联储通过成为证券市场的监管机构而扩大了其影响力。1918 年 1 月，时任

---

① *Federal Reserve*, p. 25. (refers to n. 7 above) .

财政部部长威廉·麦克多宣布，他正在针对新的证券发行创建一个自愿计划以便提交供政府审查。审查进程力图确保不必要的私营部门证券发行不会转移参战所需的资本。财政部将这项审查职能转交给了美联储，后者便组成了一个名为资本发行委员会（CIC）的机构来审查申请。资本发行委员会包括保罗·沃伯格（Paul M. Warburg），以及联邦储备委员会的另外两个成员——查尔斯·哈姆林（Charles S. Hamlin）和弗雷德里克·德拉诺（Frederick A. Delano）。包括哈里斯—福布斯公司的艾伦·福布斯（Allen B. Forbes）和密苏里州堪萨斯城的忠诚信托公司的总裁亨利·弗劳尔（Henry C. Flower）在内的私人银行家组成了咨询委员会来协助资本发行委员会的工作。

资本发行委员会建立于1915年英国委员会成立之后，专门审查超过10万美元的新证券的私募发行。资本发行委员会与伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）领导下的战时工业委员会密切合作。最初，发行25万美元或更多的市政证券由资本发行委员会审查，但是在1918年2月24日，这一水平降低到10万美元。这后果是几乎大多数州的学校建设中断。资本发行委员会的审查工作涵盖了工业及公用事业领域的50万元或以上的证券发行。在资本发行委员会批准的贷款发放中，阿莫公司提供了价值6 000万美元的6%可转换黄金债券。这项贷款的例外在于它是由芝加哥投资银行家组建的一个辛迪加，而不是纽约人发售的，其间的承销集团是大陆商业信托储蓄银行，以及哈尔西—斯图亚特公司（Halsey，Stuart & Co.）。1918年3月，资本发行委员会批准了宝洁公司发售2 500万美元的7%黄金票据。另一个产品由温彻斯特公司（Winchester Repeating Arms）发售的800万美元的一年期的7%黄金债券。

1918年的立法正式树立了资本发行委员会的权威。1918年4月5日总统签署的《战时金融公司法》授权由资本发行委员会判定证券发行是否符合国家利益。这项立法将继续生效直至战争结束后6个月。资本发行委员会由7名成员组成，其中的3名必须是联邦储备委员会的成员；由12个区委员会协助，这些委员会将提供关于证券发行的本地信息。立法指示中央投资公司继续监督超过10万元的股本发售，目的是保存“投资资本，以确保足够的投资资金供政府和主要战时工业使用”，以及“落实政府的‘战争相关商业第一’

政策。"[1] 资本发行委员会必须能确定单个发售是否会干扰财政部的财务运作，以及其所寻求的资金是否符合公众利益的目的。资本发行委员会将资本配给"仅供那些为满足急需或确定的投资、军事或经济需要的企业和行业使用"。[2]

资本发行委员会的审查涵盖了超过2 000个新证券发行申请。总的来说，资本发行委员会审查的证券发行价值规模超过37亿美元。资本发行委员会实质上就是证券交易委员会（SEC）的前身，后者监管着今天的美国股票市场。资本发行委员会并不是纸老虎，它甚至有自己的执法部门。在6个月内，资本发行委员会否决了近10亿美元的证券发售行为。在资本发行委员会的严厉监管下，其他大量的证券申请被陆续撤回。

战后的资本发行委员会寻求继续发挥其作用。委员会建议国会，为"检查可疑证券的流向，同时不对合法行业的融资进行不当限制"，需要继续对联邦政府的证券发行实施监管。[3]资本发行委员会认为，证券交易的规模较大是进行密集监管的正当理由：

> 战前，该交易量每年高达数千万美元，但从全国各地向委员会提交的报告……表明该交易在战争期间大大增加了，因为高工资和愈来愈多的数百万人投资于自由债券的事实。委员会认为每年用于购买欺诈性或无价值股票的保守估计约为5亿美元……这笔钱不仅是对人民和国家，而且也是对士气、信心和服务激励的纯粹浪费和净损失。国家的损失不能单靠金钱价值来衡量，而在于那些使公民获得良好公民权的东西。[4]

资本发行委员会指出，"大量的资金被公众所失掉，并通过出售欺诈或无价值的证券而偏离合法企业"。委员会寻求立法以纠正这种"邪恶"并停止"可疑"证券的发行，还建议成立一个"经济预警委员会"，以阻止欺诈性证

---

① U. S. House, Capital Issues Committee, *Report of Capital Issues Committee*, H. Doc. 1485, 65th Cong., 3d sess., 1918, p. 1.

② 同上。

③ 同上，p. 3.

④ 同上，p. 2.

券的发行。资本发行委员会发现欺诈性证券的供应商通常企图伤害的都是经验不足的投资者[1]，后者被诱导以低于市场价格卖掉他们手中的自由债券，再将收益用于购买无价值的证券。资本发行委员会还谴责了一个毫无资产或业务的农民服务公司向农民推销“会员”利益的计划。该计划发起人声称，成员可以使证券不受国家的蓝天法管制。资本发行委员会举证的另一个事例表明曾否决一项为制造汽车和拖拉机的公司承销 180 万美元股票的申请，因该承销是由没有经营经验的个人提出的，也没有生产模式或计划。

自由债券的分销加快了证券业的蓬勃发展。因此，“股票和债券的发行者不再需要刻意寻求有选择性的投资买家。他们现在拥有的是整个美国的民众，交易成为一种劝说式的贸易：用债券利率较低的政府债券与被宣扬为具有高回报率和丰富前景的股票或债券进行交易。”[2]资本发行委员会表示，“这种无许可和无限制的交易是我们的金融结构中的裂缝，通过它不断流动的资金洪流将被完全流失。它能够而且应该被中止；但更重要的是，它造成了重大的经济损失，他们原本是有权向政府寻求本委员会建议给予的保护的。”[3]

资本发行委员会的结论是，各州制定的蓝天法仅对在本州经营的公司有效。1917 年，一名堪萨斯州的银行专员声称，该州的蓝天法为投资者节省了 600 万美元，并且有超过 1 400 家公司正在调查其证券活动。然而，当公司跨州扩张时，各州的证券委员会无权管制其州以外的活动。虽然成立了一个名为蓝天委员会的全国性协会，但它们依然受到每个成员所在州的法律覆盖范围的限制。资本发行委员会认为需要联邦立法，并指出，证券监管一直都是一种国家行为。因此“欧洲的先进国家，也包括英国的殖民地都这样做。在英国，这种规定自 1862 年以来就以某种形式存在。”[4] 美国作为先进国家，没有证券监管简直就是形单影只。资本发行委员会没提到的是还有一个国家对投机者使用了更加严酷的手段——在俄罗斯，列宁正在关闭交易所，并要求

① U. S. House, Capital Issues Committee, *Report of Capital Issues Committee*, H. Doc. 1485, 65th Cong., 3d sess., 1918, p. 3.

② 同上。

③ 同上，p. 4.

④ 同上，p. 2.

将投机者当场击毙。

战争结束时，资本发行委员会被迫停止了活动。1918年12月6日被任命为财政部部长的卡特·格拉斯（Carter Glass）走马上任了，之前他曾经是众议院银行和货币委员会主席。作为财政部部长，格拉斯指责纽约证券交易所鼓励通过保证金交易的投机行为是“对公共福利的冲击和危险。”格拉斯声称，一次对股票价格的“开放和臭名昭著的操纵”发生在对货币委员会取消管制之后①。他的关切是正确的。战争结束时，市场涌现大量的投机和客户滥用行为。在1919年4月至11月期间，股票价格上涨了约25%，国家出现了数亿美元的无价值股票。

1919年8月8日，总统伍德罗·威尔逊要求国会通过一项联邦证券法案，以“阻止投机和防止欺诈性的促销方法，因为我们的民众每年被剥夺了数百万美元的辛苦赚来的钱。”② 这正是资本发行委员会所建议的立法。在接下来的两年中几个其他法案陆续被提出，用于防止“欺诈性促销者的大量涌入，以及他们大肆将无资源项目的无价证券与自由债券进行交易”。③在1920年，所谓的《沃尔斯特法案》寻求允许司法部部长通过邮件调查欺诈性证券销售，并发布停止及中止命令。有一个法案试图将逃避国家蓝天法的活动定罪为非法行为，还有另外几个法案寻求监管证券交易。上述法案均未被通过。

证券交易

自由债券引发的问题还在继续，主要是那些可交易的，能共同被出售和转售的债券。相比之下，第二次世界大战期间销售的债券不具有市场价值。取而代之的是第二次世界大战债券将由政府以预定价值赎回。这便有助于保护持有人免受价格波动的影响。关于此间差异，哈里·杜鲁门（Harry Tru-

① *Federal Reserve*, p. 36, n. 16.（refers to note 7 above）.

② U. S. Senate, *Securities Act: Hearings Before the Senate Committee on Banking and Currency on S. 875*, S. Rpt. 875, 73d Cong., 1st sess., 1934, p. 315.

③ 同上，p. 315，p. 325.

man)甘苦自知。他在第一次世界大战军旅服役期间买了自由债券。这位未来的总统从战场归来后卖掉了债券，每 100 美元债券只得到 80 美元。而后当同样债券交易价达到 125 美元时，他感到扰动不安。其他人在证券投资方面则精明的多。泰·科布（Ty Cobb）是一名棒球运动员，第一次世界大战后他以不到 11 000 美元的价格购买了可口可乐公司的大约 300 股股票，于是八年内他在可口可乐股息上的年收入达到了 35 万美元。[1] 最终，再加上股票增持，科布每年从他的可口可乐股息中获益超过 100 万美元。科布只是越来越多的富有的人之一。到 1917 年，美国百万富翁数量超过 4 万人，是 1892 年的十倍。约翰·洛克菲勒成为其中的佼佼者，但他同时正在努力减少他的财富。到第一次世界大战结束时，洛克菲勒将 2.75 亿美元捐作慈善事业。1917 年至 1922 年，他又把另外的 4.7 亿美元留给他的孩子们。

纽约证券交易所的股票报价方式发生了变化。传统的股票报价以面值的百分比表示，也就是说，标价为 60 美元的股票就是 100 美元面值折扣掉 40% 后卖出。1915 年 10 月以后，股票只是按其美元价格简单交易。在清算和结算的发展过程中，渐渐发生了改变。纽约证券交易所于 1892 年成立之初，并没有规定对货币提供清算。然而，在第一次世界大战期间和战后，经纪公司往往因为订单数量增加而在清算方面遭遇麻烦。于是纽约证券交易所成立了一家清算公司，以缓解这种问题。清算公司接管了纽约证券交易所的清算所职能，资本额为 50 万美元。因为在处理零售经纪行时的不当行为，一位纽约证券交易所的做市商在战争期间被暂停交易一年。1918 年 12 月，纽约证券交易所发布了一项旨在保持做市商秘密持有的止损委托的指令。交易者已经能够从做市商账簿中确定有哪些止损委托，于是就可以基于自己的利益对这些委托作出预期。在 1914 年 10 月，霍兰公司（J. L. Holland & Co.）和保罗·兰伯特公司（Paul Lambert & Co.）在纽约倒闭。纽约证券交易所声称，他们是在美国和加拿大拥有广泛电讯通信的非法经纪公司。其他的全国性公司同样面临类似的困难。1912 年初由琼斯—贝克公司发起的一家位于中西部的公司

① Martin S. Fridson, *It Was a Very Good Year: Extraordinary Moments in Stock Market History*, p. 20.

是最成功的全国性经纪公司之一，该公司在纽约也有约400名员工。琼斯—贝克公司下设几个部门，包括统计部门、信息局和电话服务部门，成为“第一家全系列经纪公司”。[1] 该公司发行名为《琼斯—贝克场外证券市场新闻》的内部通讯，该公司为受青睐客户的家庭铺设，运营私人线路。琼斯—贝克公司直至1917年仍被称作美国最大的经纪公司。而后竞争对手温克尔曼公司（L. L. Winkelman & Co.）出现了。到1918年，温克尔曼公司在许多城市，特别是在中西部均设有办公室。琼斯—贝克公司和温克尔曼公司都是场外证券市场公司，均遭遇困难并在20世纪20年代初破产。他们的失败原因未明，但已知的是温克尔曼公司在破产时背负1 000万美元的负债。

其他公司也纷纷开设分支机构。在1919年，贝奇公司（J. S. Bache & Co.）有10个分公司，赫顿公司（E. F. Hutton）有6个分公司，芝加哥交易所的会员詹姆斯班尼特公司（James E. Bennett & Co.）拥有25个分公司，巴特利特弗雷泽公司（Bartlett Frazier Co.）有7个分公司，汤普森和麦金农（Thompson & McKinnon）有6个分公司以及38个通讯员，希尔森—哈米尔公司（Shearson, Hammill Co.）有6个分公司和7个通讯员。新的公司也出现了。1915年，哈茨霍恩—毕卡比亚公司（Hartshorne & Picabia）将戴梦得火柴公司股票视为具“投机可能性”[2] 的“卓越投资”。基赛尔—金尼卡特公司（Kissel, Kinnicutt & Co.）在《纽约时报》上刊登广告销售面额为100美元、500美元和1 000美元的5年期英法黄金债券。债券由“世界上最伟大的两个国家的财富”担保。[3] 柯蒂斯和桑格公司（Curtis & Sanger）在南卡罗来纳州哥伦比亚市担任承销商，于1918年发行了税收预期票据。弗雷曼公司（Freeman & Co.）在自由债券市场做市。约瑟弗尔公司（Josephthal & Co.）在纽约开设经纪公司。至少出现了两家经纪公司宣称擅长处理标准石油股票。豪斯曼公司（A. A. Housman & Co.）出售法兰西共和国的5%债券。国家城市公司是第一国家城市银行的证券子公司，在1917年从事所得税、战争所得税和战

---

① Robert Sobel, The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange, p. 175.

② *New York Times*, December 1, 1915, p. 17.

③ *New York Times*, December 1, 1915, p. 18.

争超额利润税的税务分析服务，并向公众出售高级债券。

福勒公司（E. M. Fuller & Co.）于1917年在芝加哥发行了一个名为“十份支付计划”的投资产品，要求投资者首付20%购买证券，将余款平摊到9个月，按月支付他们的证券购买余额。斯蒂尔·韦斯特伍德（W. Steele Westwood）寻求资金用于投资一个未命名的“既有银行房屋”，该项目拥有500%的潜在利润和“34%的固定收益”。[①] 作为纽约证券交易所成员的芝加哥投资公司在1919年积极招募证券投资推销员，“必须是品行干净，有上进心的人才能配得上超过7 500美元的年薪。”[②] 布莱思—威特公司（Blyth, Witter & Co.）是一家加利福尼亚州公司，它特别热衷于参与公共事业证券。信托投资业务一度盛行于世。1914年，美国投资公司（The American Investment Company）成立。1916年至1920年间，其他信托投资公司紧随其后陆续成立，其中包括第一投资公司（the First Investment Company）、商业金融公司（the Commercial Finance Corporation）、互助金融公司（the Mutual Finance Corporation）、宾夕法尼亚投资公司（the Pennsylvania Investing Company）和海外证券公司（the Overseas Securities Corporation）。

1915年11月，威廉·所罗门公司（William Salomon & Co.）成为威利斯—奥弗兰公司（Willys - Overland Company）的总额1 500万美元的7%可转换优先股股票的承销商。威利斯—奥弗兰公司是当时第二大汽车制造商，它在战争后遇到一些困难，并被瓦尔特·克莱斯勒接管，后者曾任职通用汽车后来离开了。该公司成为克莱斯勒公司。在1916年经营的公司皮尔斯—阿罗汽车公司（Pierce Arrow Motor Company）在1928年史蒂贝克公司（Studebaker Corporation）收购。包括查莫斯汽车公司（Chalmers Motor Company）、哈特福德汽车公司（Hartford Motor Company）、帕卡德汽车公司（Packard Motor Company），以及自动照明公司（Auto - Light Company）在内的汽车公司在合并交易初期遭遇失败。这次合并最终达成，合并是通过被提供的一次总额3 000万美元，20年期的5%债券发行达成的。

---

① *Chicago Tribune*, November 1, 1917, p. 22.

② *Chicago Tribune*, October 1, 1919, p. 24.

1919 年，亨利·福特在其公司作为小股东从事杠杆收购业务，为此福特支付了超过 1 亿美元的股票。他从大通证券公司（Chase Securities Corp.）、老克罗尼信托公司（Old Colony Trust Co.）以及邦德—古德温公司（Bond & Goodwin Co.）安排的辛迪加信贷安排中借入了 7 500 万美元。他们为 90 天的商业票据提供了三倍以上的贷款。有传言说通用汽车将要增发股票用于购买雪佛兰公司，故而导致通用汽车公司的股票被超卖。而后谣言不攻自破，使空头做空。战争的结束造成了通用汽车公司的股价下跌，威廉·杜兰特组成一个辛迪加试图撑起股价。但这次努力失败了。1917 年，杜邦公司同意向通用汽车投资 2 500 万美元，至少在一段时间内，杜兰特尚能保持对公司的控制。

第一次世界大战后，伍德罗·威尔逊使用布朗兄弟开出的信用证作为他出席凡尔赛会议的资金来源。此前早些时候，在 1918 年 5 月，亚历山大·布朗父子公司（Alexander Brown & Sons）组建了一个全国性的投资银行家参与的银团用于出售 20 年期土地银行债券。该辛迪加包括哈里斯—福布斯公司、布朗兄弟公司、李—希金斯公司和国家城市公司。土地银行债券发行规模达 7 500万美元，可免于向联邦、州、市及地方纳税，在发行日期后 5 年内以面值加应计利息赎回。这些债券是在财政部下属局——联邦农业贷款委员会的主持下发行的。为了确保债券发行的可接受性，前最高法院法官暨失败的总统候选人查尔斯·埃文斯·休斯，彼时已成为私人律师，建议债券应是宪法性的。该债券在第一次赎回日期即 1923 年支付 4.75% 利息，其后赎回则支付 5% 利息。土地银行债券是由国家农业贷款协会以等额美国政府债券或以农业土地为第一抵押的存款担保发行的。抵押贷款不得超过 10 000 元或按揭土地的评估价值的一半。这些债券是在联邦政府和众多的州管辖的所有受托和信托基金的合法投资。

在第一次世界大战期间，所罗门兄弟—赫茨勒公司（Salomon Brothers & Hutzler）是自由债券的最大的卖家之一。1917 年，该公司成为国库券的注册经销商。1885 年加入高盛公司（Goldman Sachs & Co.）的亨利·戈德曼（Henry Goldman）是马库斯·戈德曼的儿子，因为在第一次世界大战期间与

他的反对德国的合作伙伴意见相左，从而于1917年离开这家公司。商业票据因背书人的品质和数量不同而区别报价。例如，在1915年，“两次背书”和“首次单一背书”的利率不同，而“好的单一背书”的利率则更高。选择两次背书的支付利率在3.25%～3.75%，而良好的单一背书则被支付4%的利率。[①] J. P. 摩根公司正在凭借银行承兑向经销商和折扣店随时提供现金。

金融业的变化

信用卡行业兴起于1914年，当时西部联合电报公司、百货公司和酒店开始提供收费卡。快递公司在金融中的作用正在改变。州际商业委员会（the Interstate Commerce Commission）通过调查快递行业，发现了许多侵权行为。1913年，国会创建了包裹邮政系统，这使快递业务得以深入发展。第一次世界大战期间政府对私人快件业务的接管消除了行业竞争。这也直接影响了美国运通公司的10 000个办事处和15 000名员工。其他主要的快递公司有亚当斯快递公司、威尔斯法戈、美国快递公司和南方快递公司。在政府接管事件之后，快递公司将他们的业务合并成一个单一实体，首先形成的是联邦快递，其次是美国铁路快递。快递公司因企业联合而获得了股票，但基本业务依然不是快递。一些公司继续从事其他业务，而亚当斯快递公司成为“简单的投资信托。”[②] 美国运通公司继续其汇票业务和旅行支票业务。

库恩—勒布公司于1916年开始销售荷兰环球公司的“普通股”。公司的股份存放于存款协议下，并为这些股份发行受益所有权证书。这些证书被称为“美国股票”，并在纽约证券交易所上市。另一发行在1918年，当时的发行证书被称为“纽约股票”，纽约公平信托公司被作为股份的保管人，这是美国存托凭证的开端。证券交易在世界各地出现了。有三个证券交易所在战后的上海经营：上海证券交易所、股票商品交易所和上海招商证券交易所。1919年9月伦敦黄金市场的成员第一次举行黄金定盘。此后

---

① Seibert, *Business and Financial Record of World War Years*, p. 80.

② Peter Z. Grossman, *American Express: The Unofficial History of the People Who Built the Great Financial Empire*, p. 156.

（除了1939年和1954年之间的15年期间和1968年3月的两周期间），伦敦黄金市场5个成员每个工作日都一起，以确定黄金价格，这继而确定了世界各地的黄金价格。

《华尔街日报》在1912年至1920年的发行量翻了一番以上。其他信息服务业务也在发展。普尔统计公司于1922年开始发布信用评级。标准统计公司在1924年采用了自己的信用评级服务。道琼斯工业平均指数在1916年从12只股票扩大到20只股票。在1919年至1921年，股票市场发生了一次空头袭击。于是那段时间的股市大跌，固特异轮胎橡胶公司（Goodyear Tire & Rubber Co.）濒于破产，后通过重组得以获救，其中狄龙—瑞德公司（Dillon, Read & Co.）和其他公司为该公司认购了30万美元的20年期债券。固特异公司同时还发行了2 700万美元的可转换债券，以及向贸易债权人提供了3 300万美元的优先股，以偿付其索赔。

克拉姆—福斯特公司（Crum & Forster）在纽约代理保险公司并组织投资公司购买和持有保险公司的证券。克拉姆及福斯特公司于1909年成立了赫钦斯证券有限公司（Hutchins Securities Co.），又于1914年成立了理查德—威利公司（Richard Wiley, Inc.）。1919年，克拉姆—福斯特公司为代理保险公司股票组建了更多的投资公司，包括储备资源公司（the Reserve Resources Corporation）、赫钦斯投资公司（the Hutchins Investing Corporation）和储备投资公司（the Reserve Investing Corporation）。这些公司是应保险公司对大量资金需求而帮助他们设立的。1918年，“保险委员会全国大会”将“团体保险”定义为至少包括50名雇员。1918年和1919年的冬天，流感导致大约5%的美国人口死亡。这种生命消失几乎破坏了人寿保险业。保险业面临重大挑战。

养老金计划

到了1911年，美国有11家公共事业公司有养老金计划。美国电话电报公司于1913年开始实行养老金计划。西尔斯—罗巴克公司（Sears, Roebuck）于1916年开始实施利润分享计划。美国橡胶公司在1917年为其雇员制订了养老金计划。第一次世界大战后，员工的养老金计划日益流行起来，而通过

保险公司购买递延年金的做法最为普遍。在1919年之前，有近90家公司采用了员工股票购买计划。到1923年，另有121家公司为员工福利采取了退休计划。这些计划拥有着超过9 000万美元的资产。一个未来的巨人，教师保险和年金协会（TIAA）是由卡内基基金会于1918年组织的，旨在为教师提供退休计划。教师保险和年金协会后来创建了大学退休股权基金（CREF）作为教师投资股票的一种手段。

补偿金有其限度。在罗杰斯诉希尔一案中，[1] 最高法院认为美国烟草公司高管的激励计划是对公司资产的不当浪费。这个计划看上去很简单：詹姆斯·杜克（James Duke）离开公司时，向公司高管发放了公司全部当前所得收入的10%。杜克大学的捐赠者杜克本人认为这是公平的，因为股东将获得另外90%的收益。在此期间，烟草销售量的迅速扩张使董事们很快就获取巨额收益。某联邦巡回法院判决维持这一计划，但事后发现有关该案的法官之一早已被贿赂。于是上诉时，最高法院轻而易举的否决了这样的大额支付补偿行为。

干扰

华尔街的攻击从其他地方开始。1919年，左派激进分子开始向美国的许多显赫的大人物发送邮件炸弹，包括杰克·摩根和约翰·洛克菲勒。这些炸弹在交付前幸而被邮局拦截。躲过炸弹事件的其他大人物中有身为司法部长的米切尔·帕尔默和富兰克林·罗斯福。1920年9月17日，杰克·摩根成为另一个炸弹的袭击目标，爆炸发生在摩根公司办公室外，被放置在马车中的炸弹炸伤200多人，炸死33人，其中不乏摩根的员工。一个名叫约翰·肯尼迪的年轻人被爆炸气流击倒在地。纽约证券交易所的窗户被击破，位于华尔街23号的摩根公司的建筑物严重受损。财产损失总计300万美元。罪魁祸首一直逍遥法外，但一位纽约皇后学院历史系教授保罗·艾维瑞奇（Paul Avrich），明确认定了一个人应对炸弹袭击事件负责。显然，炸弹袭击者是抗

[1] *Rogers v. Hill*, 289 U. S. 582（1933）.

议的两名无政府主义者——尼古拉·萨科和巴托洛梅奥·万泽蒂，他们后来也确实被处死刑。1963 年，炸弹袭击者死于意大利。

1919 年，老殖民地外汇公司的老板查尔斯·庞兹，经营了一项快速致富计划，该计划承诺 50% 的利润：每季度每投资 10 美元获利 5 美元。凭借该计划，他从无辜和轻信的人们手中攫取数百万美元。庞兹的计划涉及创建一家名为证券交易公司的公司。他声称证券交易公司正在欧洲购买可以优惠汇率兑换赎回的国际信件预付邮资券。寻求投资庞兹计划的人群开始聚集在他办公室外面。事实上，庞兹正在利用新投资者的资金来偿还旧投资者。在整个庞氏计划被揭露是一个巨大骗局之后，有 6 家银行倒闭了。据说有40 000人被庞兹盗取 1 500 万美元。庞兹被捕入狱，但他无须保释，又在 20 世纪 20 年代中期出现在佛罗里达州，成为土地丑闻的推动者。并不是所有的无权无势的牺牲品都是小投资者。1917 年，一位持有 40 股伯灵顿铁路公司股票的芝加哥律师罗伯特·弗兰克提起诉讼，质疑对大北方及北部太平洋铁路的控制权。他声称伯灵顿铁路正在为他们的利益而经营，同时损害着其他股东的利益。伯灵顿铁路的总顾问注意到律师在得知控制形势后买下了股份。“正是这些导致弗兰克先生充分了解情况，去购买了几股股票，然后立即抱怨身为股东所承受的负担，原因必须留待推测。”①

会计

1917 年，当美国会计师协会准备了一份题为《会计标准》（*Uniform Accounting*）的文件时，会计行业变得更加正式化，该文件提出了关于审计应该采取哪些措施的指导原则。联邦政府第一次关于改善会计准则的努力发生在 1917 年，当时的美联储在商务部长威廉·雷德菲尔德的敦促下出版了一本名为《资产负债表编制核准方法》（*Approved Methods for the Preparation of Balance Sheet Statements*）的小册子。会计和审计准则确实需要被改进。1908 年，巴罗—韦德—格斯里公司（Barrow，Wade，Guthrie & Co.）宣称自己成立于

---

① *Chicago Tribune*, November 8, 1917, p. 16.

1883 年，是美国最古老的会计组织。该公司从 1913 年到 1917 年对贝奇公司开展审计业务。在此期间，贝奇公司的一名员工却窃取了约 100 万美元。法院认为，注册公共会计师在未能发现此次贪污行为的情况下应承担渎职责任。然而，他们的损害赔偿金却只有 2 000 美元，也就是审计员的收费而已。

第 3 节　期货市场

芝加哥在 20 世纪主导了美国的期货交易，但其他交易所也交易期货和各种商品。纽约在第一次世界大战之前有 7 个商品交易所，包括纽约麻布及黄麻交易所和海运交易所。其他交易涉及制造品、棉花、咖啡、水果、干草、乳制品、家禽和金属。纽约的水果和干草交易是真正的现货市场，鲜见投机。纽约商品交易所交易小麦、棉籽油和十几种其他商品期货。纽约咖啡交易所是美国的主要咖啡市场。巴西政府试图通过使用政府资金来固定咖啡价格，消除将交易作为咖啡定价机制。这一努力没有成功，但巴西确实打破了价格固定。由于第一次世界大战的缘故，外国糖交易所停止交易，直到 1914 年，纽约咖啡交易所组建了一个食糖市场。它的目的是做全球性的食糖买卖交易，但在美国参战时被政府下令关闭。1916 年，咖啡交易所改名为纽约咖啡和食糖交易所。

纽约棉花交易所是先进的棉花市场。它使用了 18 个等级来为棉花分类，从“一般”到“中等”。纽约棉花交易所面临着来自新奥尔良棉花交易所和利物浦交易所的竞争。“棉花即时”合同为购买棉花的人提供了更灵活的定价。根据这些合同，棉花厂商同意棉花经销商购买指定数量的棉花，但价格不会先于以后的日期设定。然后，价格将根据商品交易所的期货合约而确定。纽约商品交易所允许交易期货合约，但不提供交割。相反，交易的任何一方可以通过支付最高 5% 货款的罚款避免交割。这个交易所的报价是由黄油和鸡蛋的买家委员会公布的。批评家声称，这些定价是为成员的利益而定。纽约金属交易所自 19 世纪 80 年代以来一直在纽约经营，但在世纪之交后，其重要性有所下降。就像纽约商品交易所，交易公布着市场

报告，但在其交易厅几年都没有过实际销售。价格是由交易所报价委员会确定的，或通过大型金属公司签订合同而确定。纽约金属交易所将在1928年重组为国家金属交易所时方才复苏，然后交易锡和铜期货，以及后来加入了白银期货合约。

监管问题

期货市场的某些监管是由商品交易所实施的。1908年成立了一个粮食交易所理事会，目的是鼓励统一美国各地交易所的规则和程序。事情并不成功，因为每个交易所都希望保留自己的特权。虽然大多数商品交易所禁止直接差价交易，芝加哥期货交易所（CBOT）和堪萨斯城贸易委员会还是允许称为“投标”和“供货”的合同。这些是真正的看跌期权和看涨期权或“特权”，其操作很像差额交易。所有的交易所都禁止内部对冲交易，芝加哥、明尼阿波利斯和密尔沃基的交易所禁止“买空卖空”，但这些做法没有在交易所规则中明确定义。大多数粮食交易所禁止虚假或虚构的购买或销售。到1919年，芝加哥期货交易所禁止任何成员作为主体和代理参与同一交易。它禁止成员在正常交易时间内执行商品期货交易，并要求交易所内的交易在场内公开报价执行。销售行为必须是公开的，禁止对特定成员的限制或指定销售。场外证券市场交易被明尼阿波利斯、密尔沃基、堪萨斯城和圣路易斯粮食交易所禁止。芝加哥期货交易所要求在交易日晚6点之前要确认期货交割的交易。交易所尽可能的监督市场信函或其成员发送给客户的通知，以防止信件激发“纯粹的投机”。[①] 交易规则规定了成员纪律。违反规则的成员则被由其他成员组成的交易纪律委员会进行正式听证。

非法经纪公司仍然是一个问题。类似行为于1909年在全国范围内被起诉为非法运营。1916年，宾夕法尼亚州的司法部长提出了一项行动，要求取缔匹兹堡联合储备生产交易所的经营许可证。该交易所的成员因运营一个非法经纪公司而受到刑事起诉。在1907年恐慌之后调查证券市场的休斯委员会也

---

① Federal Trade Commission, *Report of the Federal Trade Commission on the Grain Trade, Terminal Grain Markets and Exchanges*, 1920, p. 293.

关注着商品交易所发生的侵权行为，但它发现期货交易有助于通过允许对冲从而更有秩序地分配商品。公司管理局发布了关于棉花期货交易的报告（加菲尔德报告）。报告的结论是，期货交易防止了突然的和剧烈的价格波动。这种立法一度先发制人，但投机者持续的操纵行为对立法规范商品市场提出进一步要求。

1907 年至 1909 年，在国会提出的法案中，约 25 个法案旨在管制期货交易。时任总统的西奥多·罗斯福提议立法，以防止在商品和证券中的赌博行为，并防范市场出现囤积。为实现总统制定的目标，几项法案被提出，但均未通过，监管之路任重道远。1910 年，额外的法案被引入，试图限制期货交易，也都没有成功。年轻的萨姆·雷伯恩（Sam Rayburn）在 1911 年的国会竞选中承诺，他将寻求立法禁止商品期货中的赌博。雷伯恩说，“任何形式的赌博都既是道德上又是经济上的错误。”[①] 这则竞选誓言多年后仍未实现。改革者们终于从最高法院得到了意想不到的振奋之音。在 19 世纪末已努力修订的《谢尔曼反垄断法》，将被应用于商品期货交易。虽然这项修正案未能通过，但最高法院认为，根据反垄断法案，可以对粮食投机者詹姆斯·帕顿在 1909 年的垄断行为进行刑事起诉。[②]

棉花期货法

伍德罗·威尔逊的民主党总统竞选政纲倡导立法，“禁止有组织的交易所或其他人在农产品交易中进行赌博的恶性行为”[③] 该立法没有被颁布，但农业部早些时候已经开始努力建立统一的商品等级标准。由于棉花价格之间的差异性，棉花市场的破坏加剧了这一担忧。纽约棉花交易所委员会制定了衡量这些差异的标准，但批评者认为交易所的标准是随意的。1906 年，棉花作物由于天气原因严重受损，但委员会未能纠正由此产生的差异。结果是对冲交

① D. B. Hardeman and Donald C. Bacon, *Rayburn: A Biography*, p. 56.

② *United States v. Patten*, 226 U. S. 525 (1913).

③ Edward J. Swan, "The United States: The Rise and Decline of Futures Trading in America," pp. 3, 19.

易几乎令纽约棉花交易所交易停止。这导致公司管理局展开调查。纽约棉花交易所未能响应其建议，而持续的问题导致了 1914 年美国《棉花期货法案》的颁布。《棉花期货法案》对根据销售合同出售的期货棉花征收每磅 2 美分的税。如果满足某些条件，则不需要缴税。在这些条件中，要求合同规定合同中涉及的棉花的等级、类型、样品或描述，棉花被买卖的每磅价格以及装运或交付的时间。根据合同，交割棉花不能通过"抵消"结算或"循环"结算。确切地说，交易需要发生棉花的实物转移。农业部长被指定作为基于这些合同发生任何争议时的裁判。

1914 年的《棉花期货法案》因为相当专业性的问题在法庭上被成功挑战。纽约的一个地方法院认为该法案是无效的，因为它起源于参议院而不是众议院。由于这是一项收入措施，这违反了宪法。[①] 1916 年颁布了一项新的法规后，这个问题得以解决。该立法规定，当棉花期货合同符合某些标准时，不再纳税。这些合同的订单必须是书面的，说明所涉棉花的数量和买卖双方的身份。棉花品质必须在农业部建立的等级之内。《棉花期货法案》要求可交付的成品之间的价格差要基于市场中普遍存在的价格差。农业部被授权建立一个对棉花进行检查、分级和标记的系统。虽然《棉花期货法案》没有阻止涉及价格操纵的滥用，但它确实创造了统一的制度，农民可以通过这种制度对作物进行分类和定价。另一项改革工作则涉及粮食的分类和储存。国会在 1916 年通过了《粮食标准法》和《仓储法》，以确保在美国的粮食和其他商品的营销诚信。立法的建立为粮食制定了统一的分级标准，并对仓储设施限定了最低标准。

战时交易

1917 年 4 月美国对德国宣战，导致商品交易所疯狂交易。与纽约证券交易所不同，芝加哥期货交易所和纽约产品交易所并没有暂停交易。芝加哥期货交易所因此一直炫耀自己自从内战以来从来没有关闭过的光辉历史。然而，

---

① *Hubbard v. Lowe*, 226 F. 135 (S. D. N. Y. 1915).

价格上涨迅速增加约50%，很快成为一个令人担忧的问题。由于战争造成的小麦价格急剧上涨，有关作物短缺的报告凸显问题。小麦价格的上涨引起了很多批评，芝加哥期货交易所开始限制几类合同的交易。1917 年 5 月 11 日，芝加哥期货交易所停止小麦合约交易，小麦价格攀升至每蒲式耳 3. 25 美元，为史上最高。要知道 3 个月前的 1917 年 2 月 3 日，小麦的交易价格仅为每蒲式耳 1. 44 美元。当天芝加哥期货交易所在小麦交易停止后以公开合同的结算价为 3. 18 美元。其他交易所也纷纷效仿起来。1917 年 6 月 1 日，芝加哥黄油和鸡蛋交易所停止交易鸡蛋和黄油期货。玉米是另一种经历价格暴涨的商品。1917 年 7 月 11 日，芝加哥期货交易所禁止成员签订来年交割的价格超过每蒲式耳 1. 28 美元的玉米期货合约。最高价格被芝加哥期货交易所为燕麦所固定。之后的 1917 年 11 月，芝加哥期货交易所又限制了贸易商可以交易的粮食数量。此外，价格限制还规定了粮食价格在一天内允许上下波动的金额。当达到那些限定时，当天交易则叫停。这种价格限制也将在证券交易所实施。

伴随着美国宣战发生的商品价格的急剧上升引起了政府的关注。芝加哥的联邦律师办公室在芝加哥贸易委员会（Chicago Board of Trade）召集约 40 名“知名经营者”，讨论他们的经营活动。在这次会议之后，芝加哥期货交易所暂停了这些个人持有头寸的合同交易。芝加哥期货交易所进一步采取措施，禁止“报价和出价”交易，但这并没有缓解政府的担忧。国会议员菲奥雷洛·拉瓜迪亚（Fiorello La Guardia）指责投机者将价格推高以至于让太多美国人陷入饥饿。国会作出了反应，授予威尔逊总统近于完全独立的确定食物价格的权力，以阻止投机和价格操纵。总统还被授权为小麦确定不低于 2 美元的保证价格。

1917 年 8 月 10 日，《食品和燃料控制法》颁布，粮食管理局设立，以控制粮食价格。尽管有这些控制，战争期间的价格还是几乎翻了一番。其时，赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）负责食品管理。1917 年 8 月 12 日，胡佛提议美国政府以每亩小麦 2. 32 美元的固定价格购买整个 1917 年的小麦作物。食品管理局成立了粮食公司，由朱利叶斯·巴恩斯领导，目的是在主要码头市场买卖小麦。食品管理局将美国分为几个区域，粮食公司在每个区域都设

有办事处，以购买交付到指定粮仓的所有粮食。粮食公司成了农产品营销机构。胡佛要求芝加哥交易所停止9月小麦合约的所有交易。芝加哥交易所按要求执行了命令。之后粮食公司便控制了小麦市场。

价格控制扩展到其他基本商品领域。1917年8月16日，纽约咖啡和食糖交易所根据胡佛的要求暂停了食糖期货合约的交易。于是政府控制了食糖业。伴随美国参战，棉花成了另一种价格波动的商品。利物浦棉花交易所和勒阿弗尔市的棉花市场在1917年6月关闭。1917年8月，政府指示纽约棉花交易所限制棉花期货交易的价格走势。行动来得太晚了，一个投机者亨特（H. L. Hunt），已经做空市场，损失惨重。潦而不倒的是，不出几年亨特在得克萨斯州靠一些石油租赁投机而获利，他再次成了世界上最富有的人。

食品管理局于1918年2月发布了一项命令，试图阻止发生在纽约咖啡和食糖交易所的绿咖啡投机。1918年2月20日，芝加哥期货交易所通过了一项决议，要求暂停通过电线、公开声明、私人通信或电话发出所有与玉米和燕麦价格相关的意见或市场信函。芝加哥期货交易所先前曾通知会员，在发布可能影响市场的市场新闻时，应将相关信函限于统计事务，发布信息必须是正确和可靠的，并且所有谣言都被禁止。

1918年2月，一个辛迪加成立用来为古巴的糖作物融资。该辛迪加同意提供1亿美元的循环信贷，但实际只需1 600万美元。短缺是被安排好的。政府官员宣布，星期二无牛肉是一个支持战争的爱国措施，之后便是星期三无小麦。1918年4月10日，芝加哥期货交易所禁止玉米和燕麦在特定交割月份之间的延期合约，还规定了任何粮食类单一公司或企业从事骨料交易的限制。限制是20万蒲式耳。第二天即1918年4月11日，联邦食品管理者赫伯特·胡佛要求商品交易所限制被私人电讯公司鼓励投机的小型贸易商交易。他把电讯公司比作非法经纪公司。尽管各项限制加诸贸易，棉花价格仍继续上涨，达到1918年4月以来、自1866年11月之后从未出现的高位水平。市场然后暴跌，纽约棉花交易所将棉花期货的每日价格波动范围限制在最多2分钱一斤。新奥尔良棉花交易所对投机交易施加了限制。美国的胜利使价格持续下降。1918年11月11日和12日，价格大幅下跌后，战争工业委员会禁止棉花

卖空，但随着战争需求的放缓，价格继续下跌。

对粮食期货交易的限制随着战争的结束而被取消。1918 年 9 月，芝加哥期货交易所宣布开始取消期货合约的最高价格，所有合同都被允许到期。1918 年 12 月，对粮食市场和期货交易的管制进一步放松。芝加哥期货交易所通知其成员可以恢复对市场动向的信息发布活动。食品管理局通知芝加哥交易所，在 1919 年 1 月 1 日后，交易所可以取消对玉米、燕麦、黑麦和大麦相关的所有期货合约交易的数量限制。不过，食品管理局表示，交易所及其成员仍必须对任何操纵行为负责。纽约和新奥尔良的棉花交易所在 12 月宣布，他们对外币和投机性卖空的限制被取消。咖啡期货业已于 1918 年 12 月 26 日恢复交易。

战后问题

在 1919 年政府限制解除白银价格后，白银价格上涨至每盎司 1.375 美元，但很快跌至每盎司 59 美分。黄金意味着另一个契机。虽然 1900 年由法律强加的金本位意味着黄金不再受到很多投机，只要满足一定的纯度要求，美国政府当即无条件买入所有被上交的黄金。“现在连精炼厂、典当商、牙医……都在上交黄金”。[1] 到 1919 年，美国国家检验室比世界上任何地方都拥有更多的黄金。

第一次世界大战期间的商品高价位刺激了农业生产，其中不乏投机性质的。一项调查发现，在蒙大拿州的新“农民”中，有两个马戏团音乐家、两个摔跤手、一个雪茄制造商、一个深海潜水员和一个专业赌徒，都试图从战争的高价中获利。粮食价格从 1910 年至 1920 年上升，但农业债务也从 1910 年的 30 亿美元增加到 1920 年的近 85 亿美元。随着农产品价格的暴涨结束，农业债务也受到严重影响。1919 年，小麦的价格为每蒲式耳 2.19 美元，但在 1922 年下降到每蒲式耳 1.05 美元。1921 年底，玉米价格从曾经的 1.86 美元跌至当时的 41 美分每蒲式耳。其他农产品价格在 1919 年中期急剧下跌。这

① Gordon Thomas & Max Morgan - Witts, *The Day the Bubble Burst: A Social History of the Wall Street Crash of* 1929, p.11.

些价格下跌被联邦储备委员会的批评者声称是由该机构加剧，因为是前者提高了贴现率和收紧货币。第一次世界大战结束后的经济繁荣开始崩溃。自1920年开始的经济下滑“到1921年结束了国家曾经历过的最暴力的价格崩溃之一。”[①] 农产品价格下跌了40%。1920年至1927年，土地价值下降了约200亿美元。新奥尔良银行拒绝向种植者贷款，除非他们消减产量。“1920年和1921年价格的崩溃使农民的状况比他30年来所遭受的情况更糟糕。”[②]

破产的增加导致城市如同农村一般困难。受影响的代表之一是哈里·杜鲁门（Harry Truman）。他的服饰用品商店，虽然最初成功，但败在了作物价格下降时，只因客户削减了他们的衣服开支。这并不是杜鲁门从商品市场遭受的第一个打击。20年前他的父亲在堪萨斯城贸易委员会的单一期货交易中亏损了4万美元。“51岁的约翰·杜鲁门精疲力竭。”[③] 杜鲁门一家不得不出卖自己的住宅，而哈里·杜鲁门则必须放弃大学毕业，告别他心爱的钢琴课。杜鲁门并非唯一的因父亲的商品投机曾被推入贫困境况的未来总统。林登·约翰逊也有过类似的经验。他的父亲在1902年到1905年在棉花期货市场上获利，“但在1905年至1906年当市场崩溃时，他失去的比赚取的更多。”林登·约翰逊说，“市场崩溃时，棉花价格为20美分每磅，这把我那期待棉花上涨到21美分每磅的父亲差点逼疯。”有一段时间，约翰逊家庭连杂货账单都支付不起。[④]

虽然在1919年1月取消了对玉米、燕麦、黑麦和大麦期货交易的限制，但直到1920年7月，小麦期货交易才被恢复。当限制被取消时，发生了一次投机的“狂欢”，这导致价格戏剧性地大幅下跌。在1920年底之前，小麦的价格从3美元下降到1.58美元每蒲式耳，之后又下降到85美分每蒲式耳。“面对这个国家经历过的小麦最大的出口需求”，市场面临着连续几个月的

① George Soule, *Prosperity Decade*, vol. 5, p. 96.

② U. S. House, *Report of the Joint Commission of Agricultural Inquiry: Credit*, H. Rpt. 408, (Pt. 2), 67th Cong., 1st sess., 1921, p. 7.

③ David McCullough, *Truman*, p. 66.

④ Robert Dallek, *Lone Star Rising*, p. 24.

“大熊袭击”。[①] 这次空头袭击战迫使价格从 2. 75 美元每蒲式耳下降到 0. 85 美元每蒲式耳。

联邦贸易委员会研究

总统伍德罗·威尔逊下令联邦贸易委员会（FTC）和农业部调查小麦价格的下跌，原因被归咎于“粮食赌徒”。[②] 联邦贸易委员会对粮食贸易进行了大规模调查。其报告内容丰富，包括涉及各方面贸易的全方位审查。其中一卷报告评估了粮食贸易中合作社的相对重要性以及仓储和仓库的作用。另一卷报告则研究了粮食的销售和运输以及中间人在美国粮食营销中的作用。报告审查了芝加哥期货交易所和其他商品交易所的发展，包括在密尔沃基、明尼阿波利斯、德卢斯、堪萨斯城、奥马哈、圣路易斯（其中正在销售猫类毛皮）、皮奥里亚、路易斯维尔、辛辛那提、印第安纳波利斯、托莱多和布法罗。联邦贸易委员会发现“除了为其成员提供一个受监管的市场程序和交易厅之外，交易所承担的最重要的功能可能是收集、记录和分发报价和市场信息。对于这些服务，整个贸易几乎完全依赖于交易所组织。”[③]

联邦贸易委员会审查了期货行业保证金的作用。保证金要求正变得强制，如同清算所承担场内交易席位的责任。1919 年，芝加哥商品交易所要求向客户收取保证金，并对保证金根据调整以反映市场价值的变化。只有几个交易所不要求保证金。芝加哥期货交易所和明尼阿波利斯粮食交易所允许保证金率高达 10%。保证金通常需要存入被交易所指定的银行。皮奥里亚交易所没有交易期货合约，便对远期或延期装运合同规定了保证金要求，但是出于竞争原因这些规则几乎从未被执行。联邦贸易委员会研究得出的结论是，期货行业的保证金并未部分支付合同商品的购买价格。相反，保证金被用作诚信

① Donald A. Campbell, “Trading in Futures Under the Commodity Exchange Act,” *George Washington Law Review* 26: 215, 226, n. 58 (1957).

② Leon T. Kendall, “The Chicago Board of Trade and the Federal Government: A Study of Their Relationship, 1848 – 1932,” p. 195.

③ Federal Trade Commission, *Report of the Federal Trade Commission on the Grain Trade*, vol. 2, 1920, p. 16.

存款以确保效益。联邦贸易委员会研究发现，较低的保证金水平加剧了市场下跌，因为小交易者变得过度扩张，并且经常使他们的利润蒙上阴影。当价格下跌时，许多贸易商无法履行其义务，要求他们使用账户清偿。这种销售压力使价格走低。

联邦贸易委员会在其研究中侧重于商品投机的其他方面。委员会审查了特权或期权的使用，私人电讯系统被开发以帮助投机，以及利用新闻服务促进期货交易。交易所的零沽交易被审查。大多数期货合约交易以较大幅度增长，如5 000蒲式耳，但有些是以1 000蒲式耳或2 000蒲式耳的较小量级进行交易。在第二次世界大战后这种做法减少了。联邦贸易委员会研究考察了期货在商品定价中的作用和套期保值方面的效用。联邦贸易委员会指出，投机者通常同时交易股票和商品，大多数期货交易是在没有商品交割的情况下进行的。相反，合同通过抵消不需要交割的交易进行清算。联邦贸易委员会的结论是，虽然期货交易有助于商品的有效分配，但滥用导致人为影响价格。

1884年和1921年，国会立法了大约200项法案，试图以此管制期货和期权交易。堪萨斯大学的教授达弗斯在1918年向国会表示，越来越多的农民认为应该取消粮食交易所。这些努力没有取得什么成功，但第一次世界大战后的农产品价格下跌和联邦贸易委员会的研究导致了旨在为期货市场提供联邦监管控制的立法。在1921年的关于《期货交易法》的听证会上，相当数量的滥用行为被谴责。有人反对每年的空头袭击，据说是“直接进了欧洲进口商的腰包，他们能够以较少的价格在期货市场买到数百万蒲式耳小麦。”[①] 一位国会议员引用了为资助在期货交易中的赌博行为，银行官员和其他人盗用公款的案例。有人抱怨说多少人自杀是由于期货赌博的损失。一位参议员说，“一个粮食经营店的记账员告诉我，如果知道有多少妇女在‘买空卖空’，这个国家就会感到震惊。”[②] 国会获悉大规模的操纵活动，谣言横飞，操纵价格。其中一个计划是声称“绿色虫子”正在破坏小麦收成。这些昆虫的样本被邮寄到交易所。这个骗局的肇事者随后购买了期货合约，并在价格上涨时获利。

① U. S. Senate, S. Rpt. 212, 67th Cong., 1st sess., 1921, p. 5.

② *Congressional Record*, 67th Cong., 1st sess., 1921, 61, pt. 5: 4763.

后来，他宣布这些虫子是无害的，随着价格的下降而卖空。

立法

许多人“主张，作为对这些侵权行为的补救，所有期货交易都得被废除”。[1] 当时的商务部部长赫伯特·胡佛来为交易所做辩护，证明芝加哥交易所是“世界上最经济有效的食品销售机构”[2] 不过胡佛同时也赞成部分联邦法规，指出卖空是压低价格，给农民雪上加霜。胡佛提议立法，将每位投机商交易量限制为20万蒲式耳。此提案被拒绝。相反，1921年的《期货交易法》对未获联邦政府许可的交易所交易的期货合约征税。这种许可交易所被称为“合同市场”。这一要求旨在通过使场外期货非法来取缔场外交易组织。税收数额巨大，这意味着根据该法令无法进行场外交易。合同市场必须防止操纵。《期货交易法》涵盖了要求大额交易者披露和记录交易的规定。而保密是操纵市场所必需的条件，因此披露报告和保存记录的要求将遏制操纵。

1922年，最高法院认为，《期货交易法》涉嫌对国会征税权的不当使用。[3] 然而，两个星期后，新立法便被引入。这种迅速行动是在获知最高法院的决定后立即“直接操纵市场”被推动的。[4] 小麦价格上涨了4美分，随即下跌了32美分。然后国会便颁布了1922年的《粮食期货法》，除了依据国会在宪法的商业权力，这是名副其实的对《期货交易法》的重复。这项立法得到最高法院的支持。[5] 由司法部长，商务部长和农业部长组成的委员会负责管理《粮食期货法》。农业部门被授予对期货市场监管的日常控制。农业部门下设粮食期货管理局，以履行这项职能。

---

① *Dickson v. Uhlmann Grain Co.*, 288 U. S. 188, 199 (1932).

② U. S. House, Committee on Agriculture, *Futures Trading: Hearings Before the House Committee on Agriculture*, 66th Cong., 3d sess., 1921, p. 583.

③ *Hill v. Wallace*, 259 U. S. 44 (1922).

④ U. S. House, H. Rpt. 1095, 67th Cong., 2d sess., 1922, p. 2.

⑤ *Board of Trade v. Olsen*, 262 U. S. 1 (1923).

滥用仍然存在

尽管有了诸多措施，操纵仍继续。国会决议指示农业部调查1923年小麦价格大幅下跌事件。国会关注的是，贸易商试图通过空头袭击拉低农产品价格。农业部发现价格波动剧烈，但不能确定这是否是操纵活动的结果。在1923年2月，3月和4月，食糖期货合约的价格发生剧烈波动。1923年2月1日至2月8日期间，毫无征兆的，价格从每英担3.65美元上涨到4.07美元。价格持续上涨到4月16日，达到每英担5.97美元。精制糖价格甚至更高，从2月的每英担6.70美元增加到3月和4月的每英担9.30美元。一次对纽约咖啡和食糖交易所及其官员提出的反托拉斯行动被驳回。

1925年，正当粮食入库时，一则丑闻爆发。粮食营销公司是一个农民合作组织，随着芝加哥贸易委员会的检查，阿莫粮食公司操纵的丑闻被揭露，该粮食营销公司也倒闭了。因这种操纵而受损的农民们得到了270万美元的赔偿。1927年颁布了《伊利诺斯仓库法案》制止这种侵权行为。小麦价格继续波动，从每蒲式耳1.19美元上涨到1924年7月至1925年1月的2.05美元。之后1925年4月小麦价格跌至1.36美元。由于交易活动反常，1925年的芝加哥期货交易所要求进行每日价格限制。尽管如此，小麦价格的逼仓还是造成了第二年的困难。之后参议院通过决议，要求农业部对粮食贸易进行调查。该部门调查发现，大型投机者通过使用几个账户隐藏了他们的交易。虽然这些个人造成的价格波动“在世界上其他任何大粮食市场都能被感觉到”[①]，农业部还是不能发现非法操纵。

最糟糕的滥用者之一是芝加哥期货交易所的一个名叫亚瑟·库顿的成员。一位国会议员后来声称，库顿其人是“自从‘埃及的约瑟’以来拥有最多粮食的人”。[②] 传言库顿在1924年从小麦和玉米的操纵中总共获利1 100万美元。库顿并不总是成功。他在1924年至1925年将小麦价格从每蒲式耳1.05美元推高至每蒲式耳2美元以上。当阿根廷小麦进入市场时，小麦价格崩溃。

① U.S. Senate, *Fluctuations in Wheat Futures*, S. Doc. 135, 69th Cong., 1st sess., 1926, p. 1.

② Buck, *New York Stock Exchange*, p. 135.

但这只会让库顿囤积更多的小麦。他最终被芝加哥期货交易所取缔成员资格。即使如此,"他在1925年缴纳的54万美元所得税是在伊利诺伊州北部记录的最大一单。"[①] 杰西·利弗莫尔,被称为"大熊",因为是库顿囤积交易的对手方而失去了300万美元。利弗莫尔曾在第一次世界大战期间从交易中获得了丰厚利润。战争结束后,他的收益更大。利弗莫尔和库顿后来在芝加哥的期货交易场再度纠缠,据说库顿在与利弗莫尔的一次斗争中损失了几百万美元。通过引导芝加哥期货交易所改变其规则以允许在货运车厢中交付,奥格登·阿莫(J. Ogden Armor),在小麦交易场中的一场战斗中击败库顿,打破了库顿的垄断。当芝加哥期货交易所的商业行为委员会说服他在一个交易所的"好"交易中卖小麦时,库顿又遭受一次挫折。其他交易商预期到这次卖出后先于库顿出货。库顿后来抱怨,从他的谷仓驱车拜见商业行为委员会竟能花掉他100万美元。

粮食期货管理局指控亚瑟·库顿没有按照《粮食期货法》的要求去报告合同数量。政府发现库顿曾使用许多账户,以便自己能够持有大量小麦的合同,而他向政府隐瞒了这一事实。最高法院随后裁定,农业部不能否认库顿在期货合约中的交易特权,因为该行为不适用于过去操纵市场的人。法院裁定,该规约只适用于一个正在操纵商品价格的人。[②] 这项无意义的裁决惹恼了政府。国税局立刻从粮食期货管理局的经营主体贸易中搜寻了库顿超过100万美元的交易并征税。这种压力迫使库顿从粮食交易场退出,并开始投机证券。库顿在证券市场将变得同样臭名昭著。

粮食期货管理局继续面临大型投机者的问题。作为补救,农业部部长试图让国会授权限制大型投机交易商持有的合同数量。试图通过立法限制投机商人在商品期货合同的任何一个交割月持有的合同数量。另一个法案建议将从市场扣留的棉花充公以调整价格。这个法案似乎穿越回在中世纪兴起的关于囤积和包买的禁令。这些立法方面的努力并不成功,玉米和小麦的操纵、逼仓和垄断活动继续大行其道。到20世纪20年代末,期货合约在大约25家

---

① David Greising and Laurie Morse, *Brokers, Bagmen, and Moles*, p. 56.

② *Wallace v. Cutten*, 298 U. S. 229 (1936).

期货交易所的 25 种商品中广泛使用。1929 年期货交易所的交易量超过 400 亿美元。最大的期货交易所是芝加哥期货交易所。芝加哥期货交易所的一个席位在 1929 年以 62 500 美元的价格出售，在 1973 年之前再也没有这个价格。其他交易所包括达拉斯棉花交易所、德卢斯贸易委员会、休斯敦棉花交易所、新奥尔良的路易斯安那食糖和大米交易所、孟菲斯棉花交易所、孟菲斯商人交易所、新奥尔良棉花交易所以及纽约粗麻和黄麻交易所。

其他期货交易

纽约可可交易所成立于 1925 年。纽约橡胶交易所成立于 1926 年 2 月。对这类商品的需求随着汽车的增长而增加。国家生丝交易所于 1928 年在纽约成立。1929 年，纽约海德交易所组建。芝加哥禽畜交易所交易生猪期货，芝加哥商品交易所交易马铃薯期货。纽约咖啡和食糖交易所交易糖浆期货。纽约棉花交易所开始针对适合纺纱的羊毛交易羊毛期货合约。白银期货交割订单在国家金属交易所被在芝加哥的艾廷格—布兰德（Ettinger & Brand）等公司执行。原油期货交易正在纽约上演。1926 年，零星棉花交易所（the Odd - Lot Cotton Exchange）在纽约开业。该交易所专门交易数量少于 100 包但多于 10 包的棉花。零星交易所使用纽约棉花交易所的报价进行交易，直到后者指示西联汇款公司及其子公司黄金和股票电报公司拒绝提供这些报价。纽约棉花交易所因此面临索赔，即零星棉花交易所实际上是承继了其成员被指控进行非法场外经纪商的交易所。根据反垄断法案，零星棉花交易所向纽约棉花交易所提起诉讼，但最高法院驳回了该索赔。

在第一次世界大战期间卖出 350 万美元的自由债券的纽约商品交易所正在使用“黑板”交易，即在交易所成交的出价和要价记录在黑板上。当出价匹配要价时，交易则被执行。为了尽可能少地妨碍会员的视野，“板报男孩”发布价格时必须根据黑板的位置而采用左手或右手书写，以便在价格变动时尽量少的妨碍他们的观看。纽约商品交易所的交易多数是现金交易。不过早在 1903 年，交易所就有一部分黄油和鸡蛋的期货交易，1921 年开始采用了期货交易规则。1925 年，纽约商品交易所开始正式交易黄油和鸡蛋期货。同年，

纽约商品交易所的会员席位售价 800 美元。纽约商品交易所在寻求禁止销售被当做真正的黄油贴签售卖的人造黄油的立法方面发挥了主导作用。

清算所和其他问题

清算所在期货交易中扮演着越来越重要的角色。某些商品交易所使用直接结算，即两个经纪人可以简单地以买卖金额抵消或净额清算的方式进行交易。在纽约交易所进行的大多数期货交易传统上采取“环形结算”。环形结算涉及在交易链条中的几个经纪人进行多边结算安排。这些当事人相互抵消他们的买卖交易金额，并在支付价差后结束合同。纽约的食糖结算协会独立于提供清算的交易所，它可以进行环形结算。大约 75% 的交易通过环形结算过程被抵消。其余的进行匹配结算。只有 1/10 到 1/4 的合同是通过实际交割结算的。

芝加哥期货交易所在世纪之交前组织过一个清算协会，该协会负责处理成员之间因结算所产生的资金余额，但不处理合同项下的结算。同样的方法也用于纽约棉花交易所。现代清算所是第一次世界大战后成立的。这些清算所成为每笔交易的买方或卖方，这就允许清算所能提供合同的履行保证。清算所的角色有助于清算合同，使它们更有替代性。清算所的担保降低了交易对手的违约风险，票据所而非个人交易者保证了清算效率。担保由清算所成员提供支持，通过交易费用创建清算基金，在发生违约时提供偿付。清算所使用的清算系统 24 小时运转，并要求在第二天开始交易之前完成当天的交易清算和结算。由于无须商品期货合同证书（如用于股票交易的证书），这一点变得更加容易。纽约商品交易所是首批建立独立清算所的交易所之一，承担交易责任并控制保证金。芝加哥黄油和鸡蛋交易所在 1919 年 10 月并入芝加哥商品交易所，并建立了独立的清算所。此后几年其他交易所纷纷效仿。纽约商品交易所于 1924 年 3 月开放其票据交换所，并增加了期货交易。芝加哥期货交易所于 1925 年创建了一个独立的清算机构并开始运转清算系统。

期货交易所出没着“黄牛党”。这些交易者为自己的账户而交易，并且只想利用小的价格变化，通过不断地买卖期货合约来获得较小利润。投机者通

常同时从事股票和商品期货交易，随着机会的出现在不同交易之间腾挪。有人试图在单一交易所结合两种功能。尽管进行了这些实验，但是期货和股票的一体化交易从来没有在美国受到欢迎。芝加哥期货交易所在20世纪20年代有一个处理股票的部门。纽约的交易所经常交易商品和证券。纽约棉花交易所成立了处理纺织公司股票的证券部门。纽约产品交易所获授权处理证券。在1907年恐慌之前，其矿业股票交易中发生了赌博交易。毫不奇怪，纽约产品交易所因从事证券交易受到纽约证券交易所的攻击。到1920年，纽约产品交易所只交易了几家银行和保险公司的股票。联合证券交易所同时开展了商品交易以及证券交易。然而，到1909年，在该交易所交易的唯一商品是合同规模小于纽约产品交易所的合同规模的小麦，合同规模为5 000蒲式耳。联合交易所试图将其商品期货交易业务扩展至芝加哥，但芝加哥期货交易所采取行动防止前者使用粮食报价。这使联合证券交易所处于相当不利的地位。

第4节 20世纪的银行业

消费金融

消费者面临的一个日益严重的问题是常在暴力威胁下被“放高利贷者”以敲诈性利率敛财。在美国，消费者金融保护始于1916年，消费者信贷法律旨在阻止这种滥用行为。这项由罗素·赛奇基金会（Russell Sage Foundation）开发的《统一小额贷款法》旨在要求披露所有消费者费用，并使真正的消费金融公司合法化。“1908年当罗素·赛奇基金会开始调研时，高利贷的罪恶简直一言难尽。”① 根据国家小额贷款法案开展业务的第一批贷款机构中有一家于1911年在马萨诸塞州开业。但是，高利贷还在继续。美国货币监理署的调查显示，对农民的短期贷款利率，每年竟高达200%～2 000%。贷款往往类似于当铺业务的借款。银行没有超越这种做法。在一个案例中，某国民银行

① National Consumer Finance Association, *The Consumer Finance Industry*, p. 4.

向一位女士提供了 3. 50 美元的贷款，为期 6 天，利息为 1 美元，即每天 5%或每年 2 400%。

消费者分期贷款是不需要获取银行贷款而购买商品的一种方式。零售分期业务在 1915 年至 1929 年迅速扩展，在 1920 年总额约为 1 900 万美元。到 1924 年，分期付款业务总额约为 20 亿美元。其中约 50% 是购买汽车。到 1929 年，到期的分期付款信贷将达到 35 亿美元。分期付款的大部分需求是购买汽车和耐用品，如家用电器。创建于 1904 年的银行商业公司提供零售钢琴票据贴现，即为钢琴购买者提供的零售票据，这似乎是在第一次世界大战后流行起来的销售财务公司的起源。出现了好几家销售财务公司从消费品销售商家那里购买零售分期付款合同。约有 1 400 家金融公司在 1924 年开始运营，到第二次世界大战前达到更多。其中一些金融公司开始在区域和国家范围内开展业务。

工会正在组织所谓的劳工银行成为其成员。在 1927 年美国有 33 家这样的银行，资产超过 1. 2 亿美元。在 1926 年，纽约将纽约州储蓄银行个人账户上可以持有的金额上限从 5 000 美元提高到 7 500 美元。储蓄和贷款机构的资产在 1914 年到 1926 年期间翻了两番，存款人数增加到 1 000 多万人。在 1922 年，存款人在共同储蓄银行中持有超过 60 亿美元存款。到 1928 年底，美国超过 12 000 个储蓄机构持有资产总额超过 80 亿美元。时任商业部部长暨未来总统的赫伯特·胡佛推动了第二抵押贷款的概念形成，并要求西尔斯百货公司的建立者朱利叶斯·罗森瓦尔德（Julius Rosenwald），发明以 6% 的利率发放。银行则要求收取 15% 的利率，并迅速跟进。

在 1920 年至 1922 年的农业危机期间，战时金融公司提供了总额超过 3. 3 亿美元的农业信贷。此次大萧条之后，根据《农业信贷法》建立了 12 家由联邦农业贷款委员会监督的联邦中级信贷银行。联邦中级信贷银行不直接向农民贷款。取而代之的是，他们对农业合作社和仓储的农业票据（仓库收据和牲畜抵押）进行重新贴现。此类票据的到期期限少于 3 年但至少为 6 个月。只有国家农业信贷公司一个组织被授权开展 9 个月期限的农业票据上或 3 年到期的家畜票据贷款。另一个实体——再贴现公司（Rediscount Corporation），

被允许对农业票据再贴现。

货币市场和美联储

1920年，约有13亿美元的商业票据出现，这一数字将在年末缩水至3.2亿美元。美联储要求通过美联储系统贴现商业票据的公司提供经审计的财务报表。联邦储备银行的贴现窗口允许商业银行在需要时借入短期资金。因贴现率可调，使这种借款或多或少具有吸引力。1921年，货币市场增加了美联储成员纽约银行的隔夜借款。这种借款后来在美联储体系中扩展到其他银行。这些美联储成员银行的超额存款余额被称为“联邦基金”。联邦基金可以隔夜贷款形式拆借给其他银行。使用联邦基金允许美联储成员银行借入超额储备，而不必使用联邦储备银行的贴现窗口。

1917年，阿拉巴马的银行家威廉·哈丁（William Harding）成为联邦储备委员会成员。他后来成为战时金融公司的总经理。身为国会议员兼著名飞行员父亲的查尔斯·林德伯格（Charles Lindbergh）试图在1917年弹劾联邦储备委员会，指控其与国家城市银行、库恩—勒布公司以及摩根公司同流合污。但他的儿子并不关注货币信托，他带着一份500美元的纽约公平信托公司银行汇票，驾驶“圣·路易斯之魂”飞机完成了1927年那次著名飞行。完成历史性飞行后，小林德伯格还使用布朗兄弟的信用证支付了他在巴黎的费用。小林德伯格后来迎娶了摩根公司高级合伙人的女儿安妮·莫罗。

1846年创建的国库分库在1920年被废除。其职责由联邦储备银行、财政部和铸币局分担。由于高储备率和其他要求，美联储系统在引导国有银行加入成为其成员方面进展不顺。不过，在1917年，国会要求联邦储备系统的所有成员银行为联邦储备银行保留储备金，这为联邦储备系统的壮大提供了动力。加利福尼亚州的意大利银行于1919年加入。

美联储票据增加了货币供给量。这些票据是由美国联邦储备银行发行的美国政府债务，无论发行银行是哪家银行，都可以在财政部需要时用黄金赎回，也可以用任何联邦储备银行的黄金或合法货币兑换，联邦储备银行按要求须保持黄金储备至少等于其联邦储备票据金额的40%。美联储票据也是发

行银行资产的留置权，通过担保金担保，金额等于票据金额的100%。抵押担保可以包括由会员银行背书的商业票据、由合格票据担保的会员银行票据、美国政府债券、会员银行汇票、由联储银行购买的银行承兑汇票、黄金证券。美国史上发行的面额最大的票据是10万美元面额的黄金证券，印有伍德罗·威尔逊总统的头像。银行劫匪盯上了美联储票据。来自得克萨斯州的牛顿兄弟团伙成功地抢劫了一些银行，但是他们在1924年6月12日抢劫载有300万美元的邮件专列后不久，在伊利诺伊州的兰道郡落网。

美联储正为货币政策头疼。经历了第一次世界大战之后的一个扩张期，美联储试图减速。与此同时，农产品价格因过度生产而受到干扰，对商品的“库存恐慌”导致农业经济衰退。1923年经济复苏之后，人们认为即使农业价格大幅下跌，美联储也已经稳定了情况，防止了金融市场的恐慌。这使“许多人相信这个国家经历了最后一次货币恐慌”，美联储可以安全地引导经济渡过困顿之期。[①] 事实上，美联储系统无法减轻农业衰退。美联储试图使用“道德劝告”或所谓的“直接行动”，以控制信贷并抑制战争结束时的投机。国会下属的某个联合委员会批评美联储未在1919年增加利率，错失遏制投机之机。在那次谴责之后，美联储试图维持高利率。在确定适当政策之前却导致经济发展放缓。1920年，随着农业衰退的加深，需要有措施刺激经济。但美联储无法迅速地改变航向，只能保持贴现率上涨，从而限制了信贷发展。1920年到1921年，货币供应量的急剧收缩伴随着批发价格56%的下跌，拖累了约24 000家商业公司。如果非要找个理由，那就是美联储对信贷的限制加剧了这些经济困难。

另一个问题是，“储备银行在1914年11月开业后几乎立即开始了权力斗争，当时美联储向储备银行施加了更低和更统一的贴现率，却遭到储备银行行长抵制。”[②] 这种内部斗争的复杂性因纽约联邦储备银行越过其他联邦储备银行甚至势头超过了华盛顿联邦储备委员而加剧。在这场权力斗争中备受关注的是美联储的公开市场运作。这些业务涉及购买和出售政府证券和合格的

---

① William O. Scroggs, *A Century of Banking Progress*, p. 310.

② *Federal Reserve*, pp. 1 -2. (see note 7 above) .

私人债务，以扩大或收缩货币供应。由纽约联邦储备银行管理的场外柜台市场用于进行大多数公开市场操作。然而，其他储备银行抵制纽约对货币政策的主导地位，时不时地也在找机会自己实施公开市场操作。

美联储在 1922 年举行了一次信贷政策研讨会，其中涉及公开市场操作，力图通过公开市场购买和销售政府证券为货币市场提供稳定支持。1922 年，财政部部长安德鲁・梅隆试图通过管理公开市场操作集中权威。他得到的法律建议是，联邦储备委员会有权限制个别储备银行的公开市场操作。储备银行拒绝这一指控，但达成了妥协，设立了一个委员会来协调个别储备银行的买卖政府证券行为。委员会成员包括纽约、波士顿、费城、芝加哥和克利夫兰储备银行的行长。这就是美国联邦储备银行集中执行政府债券买卖委员会。这个委员会的寿命还没有它的名字长。1923 年，某家储备银行在没有通过委员会的情况下实施了买入交易。梅隆部长随即创立了一个新的委员会，即公开市场投资委员会，负责处理所有联邦储备银行的公开市场操作。成员与前一届委员会的成员相同。公开市场投资委员会试图独立于联邦储备委员会单独运作，但联邦储备委员会指示公开市场投资委员会在 1923 年对其整个投资组合进行清算。这一行动过后是持续了一年多的衰退。另一次严重的衰退发生在 1926 年 10 月至 1927 年 11 月，也即联邦储备委员会试图阻止利率下降之后。

联邦储备委员会和纽约联邦储备银行之间继续在控制货币政策方面进行斗争。纽约在这次辩论中的立场不仅是因为它有金融业领先的城市地位，而且也是因为纽约联邦储备银行的本杰明・斯特朗（Benjamin Strong）行长既霸气又有说服力。斯特朗在 1928 年去世，这减少了纽约联邦储备银行对公开市场投资委员会的威胁，但未免来得太晚，后者已难以对股市疯狂投机的政策施加影响。纽约和华盛顿之间对货币政策的分裂产生的严重后果导致了 1929 年的股市崩盘事件。货币政策也将在 20 世纪余下时间愈加凸显其重要性，与政府财政政策一起作为控制经济增长的最佳手段。然而，正如约翰・梅纳德・凯恩斯所指出的，如果人们不再认为货币是一个经济稳定的衡量标准，“商业和投资活动将不能正常地运转。失业、工人岌岌可危的生活、对预期的

失望、储蓄的突然丧失、对个人（投机者和掠夺者）的过度暴利，所有这些，在很大程度上都是从价值标准的不稳定性开始的。”[①]

银行业务

1921 年，美国有近 3 万家银行。这样庞大的数量是禁止银行开立分行政策的结果，目的是要阻碍大型银行的发展，鼓励小型地方机构。这些限制的副作用是产生了过多的，依赖于单一城镇经济的小而弱的银行。从国家银行体系开始运转直到 1916 年，只有约 600 家国民银行倒闭。在 1900 年至 1920 年，州立银行和国有银行的数量增加了约 15 000 家。同时，其中约2 000个机构倒闭了。到 1922 年，美国有 8 210 个国有银行和约 20 000 个州立银行。20 世纪 20 年代约 6 000 家银行被组建，但银行总数却减少了 6 000 家。这种下降是由于银行倒闭和合并的结果。有 20% 的商业银行在 20 世纪 20 年代倒闭。“从 1915 年到 1920 年，约有 500 家商业银行停业，从 1921 年到 1929 年，有近 6 000 家商业银行停业。”[②] 大多数的倒闭银行是位于西部小城镇的国有银行。这些小银行的失败对金融体系没有太大的直接影响。大银行通过合并而变得越来越大。在 1921 年至 1925 年，每年发生约 350 起银行合并。这一数字在 1929 年增加到 500 多家。

纽约仍然是金融中心。20 世纪 20 年代，在华尔街有 90 家银行，还有 60 家人寿保险公司和 25 家信托公司。纽约的银行变得更具创新性。国家城市银行制订了一项计划，通过销售股票资助建筑物的建设。这种融资是使用抵押贷款的替代办法。国家城市银行为大型公司建立了现金管理计划，允许他们将存款保持在最低水平。大多数大中型银行都有信贷部门。银行机构经常共享信息，使被拒绝贷款的借款人不能去另一家银行借款。银行外汇业务继续发展。1921 年，国家城市银行在巴西的货币兑换业务中遭受了 500 万美元的损失，原因是交易员不诚实。之后，这样的个人被统称为“流氓”交易员。

---

① John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, p. v.

② Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States*, 1867 - 1960, p. 249.

为了促进美国本土投资者不能轻易进行交易的外国股票交易，担保信托公司和纽约场外市场开始使用美国存托凭证（ADR）。这使银行或信托公司持有外国股票，并且将这些证券的“收据”卖给美国本土投资者。美国存托凭证促进了外国证券的投机和买卖，否则后者将按照外国登记和所有权要求被排除在外。美国存托凭证在1927年变得更加流行，因为英国政府禁止其公司在海外注册他们的股份。

商业银行在1918年开始设立个人贷款部门。到20世纪20年代末，约有200家银行设立了此类部门。纽约国家城市银行在1928年成立了一个小额消费贷款部门，这是司法部长努力击退放高利贷者而提供竞争者的结果。事实证明这确实是一个有利可图的业务。“我们开业的第一天，就有3 000个人排队，围着麦迪逊和第42街转了三圈，由警察在那里维持秩序。”① 国家城市银行收到全国各地约1 200家银行关于小额消费信贷部门的询问。

银行开始对支票账户服务征收费用，这些账户服务在20世纪20年代被许多银行储户使用。为寻求进一步增加收入，银行成立金融百货公司，开设信托部门，提供保险箱设施，从事承销和其他证券活动。担任客户投资受托人的银行仍然受到“谨慎人”规则的限制，这限制了他们的投资。一些州采用受托人可用于信托投资证券的“法律”列表。即使在1926年，各州之间对于受托人的投资“合法”性仍没有统一。

美国联邦储备体系的建立和国家银行对信托活动的授权削弱了信托公司以前享有的优势。在1917年，银行信托公司从信托公司改为商业银行，并成为美联储系统的成员。信孚银行正在扩张其业务。它在1913年为自己的员工制订了退休计划后，该银行开始担任其他公司养老金计划的受托人。它创建了一个有300名员工的子公司，以处理其债券业务和参与承销。这些变化有利于信孚银行股票价格，其股票一度每股售价超过1 000美元。

---

① David Leinsdorf and Donald Etra, *Citibank: Ralph Nader's Study Group Report on First National City Bank*, 1974, p. 27.

银行分行制

1926 年通过的《麦克法登法案》编入了国家银行购买和出售“投资”证券的现行做法。当时，国有银行持有的此类证券总额约 60 亿美元。《麦克法登法案》允许国家银行购买和出售任何首次发行的投资证券，价值高达其资本和盈余的 25%。这项法定条文只适用于非追索性，易于流通的债务类证券，例如债券、票据或债权证。上述工具通常被称为投资性证券。这些投资，短期拆放市场及其证券附属公司将银行与证券市场紧密联系在一起。到 1929 年 10 月，国有银行的 50% 以上的资产是以证券或贷款形式持有的。“在 20 世纪 20 年代，相对于证券和房地产贷款，商业贷款显著下降。”[①]

《麦克法登法案》确认了国家银行从事保险仓库业务的权力，在从一年延长到五年的时间内，国有银行可以对市有财产提供第一笔抵押贷款，并且放松了对银行间互兼董事的限制。此外，《联邦储备法》对国有银行可以向任意个人出借款项的限制有所放松。当贷款是通过易于销售，不易腐败的主要产品的仓库收据作为担保，国有银行被允许发放贷款数额超过其资本的 10%。《麦克法登法案》鼓励非农业房地产贷款。国有银行被允许将其股份分成小于 100 美元的金额。这是为了创造一个更广泛的银行股市场。

更重要的是，《麦克法登法案》解决了分行的问题。在世纪之交，只有 5 家国有银行和 82 家州立银行拥有分支机构。所有银行总共有 119 家分支机构。到 1920 年，分行的数量大幅增加。分行持有商业银行贷款和投资总额的 15%。1923 年，91 家国有银行和 500 家州立银行总共拥有超过 2 000 家的分支机构。1924 年，约 500 家州立银行有超过 1 500 家分行。1925 年，总部机构以外的分行越发增多起来。加利福尼亚州是在允许分支银行方面最为自由的州。该州约 80 家银行有 475 多家分行。分行银行的领头羊是阿马德奥 · 贾尼尼（Amadeo Giannini），到 1918 年，他在加利福尼亚州有 24 家连锁银行，包括意大利银行。贾尼尼正忙着扩张他的银行帝国，他把自己的劳斯莱斯座驾

① Friedman and Schwartz, *Monetary History of the United States*, p. 244.

设计成了一辆消防车，这样他在购买银行和开设分行时就不必遵守加利福尼亚州关于限速的法规。贾尼尼在20世纪20年代将其网络扩展到了数百家分支机构和银行。他更以1 700万美元买下了纽约的美国银行及其30多个分行。为了加利福尼亚的银行，贾尼尼将他的控股公司升级为泛美公司（Transamerica Corporation）。

对分行的反对之声越来越多。美国银行协会一直反对银行设立分行。它于1916年通过对分支机构的决议，并于1922年通过一项类似的决议。因为意识到无节制的银行分行将意味着对国家银行体系的破坏，货币监理署寻求立法以限制银行分行。在《麦克法登法案》颁布之前，国有银行仍然被限于一个银行机构，但他们可以在其所在的城市拥有分支机构。这些分支机构只能接受存款和支付资金。

《麦克法登法案》允许国有银行在与州立银行类似的条件下设立分支机构。虽然国会希望阻止分行扩张，但它希望将美联储系统中的银行与非成员的州立银行一起处于更加对等的水平。《麦克法登法案》规定允许国有银行在人口超过2.5万人的城市设立分支机构和建立新的分行。如果城市人口超过2.5万人，但不超过5万人，允许开办一家分行；如果城市人口在5万人和10万人之间，允许开办两家分行。如果城市人口超过10万人，那么银行遵从美国货币监理署允许的分行数量限制。这些限制旨在确保大型国有银行不会通过多个分行导致小国有银行停业。《麦克法登法案》允许保留已经由州立银行运营的任何分支机构，将其转换为国有银行或与国有银行合并。

在《麦克法登法案》通过后，银行分行业务最初增加。即便如此，《麦克法登法案》的实际效果，直到它被废除了大约70年后，才发现是限制分行银行。“《麦克法登法案》的最终效果是允许州立法者和监管机构防止州外银行在其境内开设分行。”[1] 允许州立银行通过限制性立法限制国有银行的分行银行业务。出于保护本土银行的愿望，大多数州通过了这样的立法。为了避免这种限制，“连锁”银行和“集团”银行变得流行起来。连锁银行和集团银

---

[1] Laura Turner Beyer, “Introduction: North Carolina Banking in 1997: The Year in Review,” pp. i, xiv – xv.

行的主要区别是，连锁银行被密集地持有，其股票没有公开交易，而同一个集团银行处在同一控制下，通常是通过一个控股公司对其持有的各家银行进行集中控制。因为不是银行，控股公司在当时不受银行法律管辖。在20世纪20年代形成了许多这样的控股公司，[1] 他们的股票经常成为投机热点。

国际银行业

《联邦储备法》允许资本超过100万美元的银行在国外建立分支机构和机构。国家城市银行在第一次世界大战爆发时开设了几家外国分行。1919年通过了《边缘法案》，以便扩大国有银行对从事国际业务的公司进行投资的能力。这些《边缘法案》的公司是从事国际银行或金融活动的联邦特许公司。《边缘法案》公司必须将其在美国的活动限制为与其国际交易相匹配的活动。

1917年1月，国家城市银行在俄罗斯设立了分支机构，但是在布尔什维克革命后，分行在1917年11月6日被没收。俄罗斯所有银行在那年12月被国有化。这给国家城市银行造成了巨大损失，被国有化的2 600万美元存款形成的负债对国家城市银行而言至今仍然存在严重问题。在美国，国家城市银行早在1915年就开设了一所学校来培训银行家。他们住在布鲁克林的一所公共房屋，并被派深入银行的所有部门来作为他们培训的一部分。1916年，国家城市银行的证券附属公司国家城市公司（National City Co.）收购了哈尔西公司（N. W. Halsey Firm）。哈尔西公司是大型零售证券公司之一，在纽约、芝加哥、旧金山和其他城市设有办事处。于是国家城市公司在接管国家城市银行的债券部门时，进一步扩大了其覆盖范围。

银行的证券附属公司

曾在纽约美国信托公司工作的查尔斯·米歇尔（Charles E. Mitchell）被聘请来主管国家城市公司。纽约是给他带来严厉教训的地方，因为1907年的恐慌曾使他在华尔街大吃苦头。米歇尔后来成立了自己的投资银行公司，但

---

① Herbert V. Prochnow and Herbert V. Prochnow Jr., eds., *The Changing World of Banking*, p. 21.

还是离开并成为国家城市公司的总裁。国家城市公司面临竞争。1917 年，就像美国其他几个城市的银行所做的那样，大通国家银行也成立了一家证券子公司。这些银行关联公司承销发行证券，甚至通过向公众出售股票来充当零售经纪自营商。20 世纪 20 年代的银行证券附属公司在市场中发挥了重要作用，市场上大约一半的证券承销业务都是他们处理的。

在 20 世纪 20 年代，美国国家城市公司作为承销商在美国所有债券发行中占 20% 以上的份额。它是市政府和州政府举足轻重的承销商，在 1921 年至 1929 年间囊括了 150 多个外国债券发行，包括德国公司在美国 5 亿美元的债券发行。国家城市公司维系着二级市场，客户可以买卖早先发行过的债券。国家城市公司保持只向公众销售债券的政策直到 1927 年，那年它将普通股添加到其财产目录。在经营高峰期，国家城市公司每年向公众出售 15 亿美元的证券。在某个 5 年时期内，国家城市公司分销了约 60 亿美元的股票，于是被认为是世界上向公众分发证券数量最大的经纪交易商。20 世纪 20 年代的国家城市公司在 58 个城市设有办事处，销售地点不仅设立在纽约的国家城市银行的 26 个办事处，而且设立在其位于海外的国家城市银行的 89 个办事处中。国家城市公司在 1923 年进一步扩大其国际业务，当时它收购了加拿大最大的投资银行之一的蒙特利尔联合金融公司。国家城市公司使用一个线路延伸超过 11 000 英里的私有电讯系统，将其业务牢牢绑定在一起。

查尔斯·米歇尔希望国家城市公司做到向公众出售证券就像联合雪茄商店出售雪茄那样。为此，国家城市公司广泛地在包括《哈珀》杂志和《大西洋月刊》在内的报纸和杂志上大做广告。国家城市公司声称，“判断对你最好的债券的方法是基于对证券的严格调查和对你自己真实需求的分析。”[1] 国家城市公司雇用了近 2 000 人。其中约 350 人是销售员，他们与国家城市公司的主要办公室周边的潜在客户建立联系。1927 年，国民城市销售员们手上有 5 万名潜在客户的姓名，这个数字在 1928 年增加到超过 12 万，在 1929 年又增加了 5.4 万个。国家城市公司的销售人员被鼓励在接触潜在客户时从事高压

[1] Harold van B. Cleveland and Thomas F. Huertas, *Citibank*, 1812 - 1970, p. 138.

推销活动。兴奋点常常通过新闻“闪现”产生，可以传递到客户以创造投资的紧迫感。他们开展包括奖金高达25 000美元的销售竞赛，累积胜点分数最高的推销员赢得比赛。这些分数基于所出售股票的数量和身份。例如，一个推销员获得了四分，因为他销售的是密苏里州—堪萨斯州—得克萨斯州的优先股，而销售一般的公司股票只能得一分。这就给了销售人员一种激励，即出售股票以获取积分，而不是增加客户的利益。

查尔斯·米歇尔在国家城市公司的积极销售计划得到了很好的补偿。米歇尔的年薪是25 000美元，他在1927年获得奖金高达529 230美元。由于米歇尔在国家城市公司的成功，他被晋升为国家城市银行总裁，这使他的年薪增加到100多万美元。从1927年到1929年，米歇尔从国家城市银行和国家城市公司收到大约350万美元的奖金和薪水。国家城市公司开始为自己的账户进行证券投机，包括大量的阿纳康达铜矿公司股票。通过向客户推销，国家城市公司为这种股票找到了一个现成的市场。国家城市公司与约翰·莱恩，丹尼尔·古根海姆和哈里·古根海姆一起，组成了一个联合账户，以交易智利铜矿公司普通股。古根海姆家族获得40万美元的利润。国家城市公司获得几十万美元的利润。同样，国家城市公司通过其高压推销业务将其为自己账户积累的股票出售给公众。

20世纪20年代，国家城市银行大量参与古巴业务。它在古巴的总投资接近8 000万美元，几乎占其银行资本的80%。国家城市公司的客户购买了许多古巴房产，债务人未能按期付款时国家城市银行则不得不取消其抵押品赎回权。这种自我交易有悖于银行诚信，而国家城市公司因在巴西销售米纳斯加拉斯州债券和秘鲁债券而变得更加臭名昭著。这些债券很快就违约了。该银行及其附属公司早已注意到秘鲁和巴西有可能违约，但还是将债券卖给公众。

国家城市公司似乎对利益冲突视而不见。它使用广泛活动来销售国家城市银行的股票。该银行将大约6.5亿美元的股票出售给了公众。销售人员被敦促将他们客户的投资转向国家城市银行的股票，销售人员因银行股票的销售而获得额外报酬。国家城市公司正在以自己的账户交易国家城市银行的股

票。这使银行可以避免《国家银行法》的限制，该法案禁止国有银行买卖自己的股票。国家城市公司间或出售银行的股票空头，尽管该只股票正在被推荐给客户。

在1928年，根据该银行的要求，国家城市银行的股票被从纽约证交所交易的股票中删除。删除原因是交易量低，价格差异太大。查尔斯·米歇尔增加了另一个原因。他指出，“允许这家银行交易股票的风险将使交易所经历周期性和偶发的激烈的投机浪潮。”[①] 在纽约证券交易所退市之后，国家城市银行的股票在场外市场交易，这使国家城市公司能够控制交易和支持价格。国家城市银行的股票开始交易时的巨额溢价高达580美元每股。而它开始时只有20美元每股。

第一次世界大战结束时，大通国家银行是美国最大的商业银行。它的资产在1927年超过了10亿美元，拥有27个分支机构，其中许多是通过收购获得的。虽然它的证券附属公司——大通证券公司（CSC），直到1927年才进入零售股票业务，其在美国和海外的证券附属公司还是开始销售股票。大通证券公司的证券业务迅速扩张，它也开始拿自己的股票做交易，其销售人员将向公众出售。像国家城市银行那样，大通国家银行也将其股票从纽约证券交易所的交易目录中移除以便用于投机目的。

J. P. 摩根公司

杰克·摩根向美国政府转交了属于他祖父朱尼厄斯·摩根的位于伦敦王子门的房子。这所房子于1922年作为美国大使馆投入使用，约翰·肯尼迪是住在里面的大使之一。早些时候，J. S. 摩根公司在伦敦已改名为摩根建富公司（Morgan Grenfell & Co.）。J. P. 摩根公司仍然以银行身份面世。摩根财团是1921年法国和中国政府，以及1922年波兰和罗马尼亚政府，在美国发行国债的主承销商。1923年及之后，摩根财团担任古巴和奥地利政府以及日本政府的国债承销商。J. P. 摩根公司在1925年作为意大利政府发行债券和贷款

① Beckhart, *New York Money Market*, p. 33.

的承销商。J. P. 摩根公司甚至扮演了今天国际货币基金组织的前身的角色，通过对法国的政府融资条件施加条件，以确保它可以偿还贷款。这些限制条件包括减少政府开支和增加税收。J. P. 摩根公司的合伙人决定在20世纪20年代期间重新扩大他们在他们所建议或控制公司董事会上的席位。他们持有的董事席位数量从被普约委员会在1912年批评过的350个增加到20世纪20年代的2 400个。

政府融资

联邦融资日趋稳定。美国政府的货币由黄金，联邦储备票据和20世纪20年代的“国库货币”组成。后者包括银币、银行券、美国票据、国库券、国民银行票据、联邦储备银行票据和小硬币。当安德鲁·梅隆成为财政部长时，他不得不辞去50多家公司的董事会头衔，监督重新设计用于货币的票据。虽然这为政府节省了超过100万美元的印刷成本，但对财政部而言只是小钱。在担任财政部长期间，他为他本人批准了700多万美元联邦税务退税，还向他的公司批准了1 400万美元联邦税务退税。联邦政府仍在靠借款维持运转。税收预期证书是在1918年和1919年预期的年度所得税支付下出售的。1921年发行了国库券。这些都是政府债券，期限为3~5年。政府于1922年开始发行长期国债，这些国债支付利率4.5%，并在1947年至1952年到期。

20世纪20年代见证了第一次世界大战期间关于德国赔款和偿还对盟国的贷款的激烈辩论。对德国施加的惩罚很重，1922年12月德国拒不赔款，公然违约。于是法国和比利时政府占据了鲁尔工业区。德国经济正处于灾难性的境地，通货膨胀猖獗。有人担心，德国将发生“饥饿的亿万富翁”的反抗，因为即使小额交易所需的账单也变得很大，标价的货币已经数不胜数，只能用脚量或用秤称。据说在美国的10美元足以在德国通货膨胀中购买一座大房子，也就是说德国马克已经毫无价值。一场支持宽恕赔偿，以便使德国恢复的运动正在进行中。对这一方针表示反对的意见也很强烈。在宽恕盟国的债务方面也提出了类似的意见，债务总共超过100亿美元。卡尔文·库利奇是那些认为盟国应该偿还债务的人之一。据报道，他曾说：“他们可以借钱，不

是吗?” 即便如此，美国最终还是不得不在偿还债务方面向盟国作出重大让步。第一次世界大战后，国际联盟成立了一个金融委员会，为战败国提供贷款。国际联盟举行了关税会议，1920 年和 1922 年的布鲁塞尔会议及热那亚会议尝试建议建立一个更有效的国际货币体系。这些建议没有成功。1921 年，德国被确定的全部盟国赔款为 330 亿美元。这对摇摇欲坠的经济来说是惊人的负担。

经济学家凯恩斯认为，德国如果赔偿过于繁重，应该取消盟国的战争债务。他认为德国的赔偿应该仅限于实际的战争伤害。1924 年 1 月，国际联盟成立了一个委员会来研究德国的赔偿问题。美国派遣芝加哥银行家查尔斯·道威斯和通用电气公司总裁欧文·杨作为其代表。由此产生的道威斯（Dawes）计划将向德国索取的每年支付赔偿减少到约 6 亿美元。该计划设想，德国政府将在美国市场借款，并使用这些资金支付盟国赔偿，盟国转过来须向美国偿还债务。之后 J. P. 摩根公司为德国安排了大约 2 亿美元的贷款。道威斯计划还向德国发放了黄金贷款。1924 年，德国政府在美国发行了总额 1.1 亿美元，利率 7% 的 25 年期债券，以 92 美元面额出售，收益率约为 7.75%。J. P. 摩根公司是承销商，此次发行被超额认购 10 次，承销商的佣金估计为 550 万美元。1929 年举行了一次国际会议，以便再次处理德国战争债务问题，同时进行更多的救济。由欧文·杨制订的杨格计划取代了道威斯计划。杨格计划一定程度上减轻了德国的负担，减少了盟国的债务。根据杨格计划，盟军撤离德国，并设定了持续到 1982 年的赔款时间表。赔款时间表方式取代了道威斯计划设定的随年度繁荣指数调整支付规模方式。杨格计划提供 1.25 亿美元的贷款资金，由以李—希金斯公司为首的大型承销集团在波士顿发售。不幸的是，这并没有阻止德国经济的问题恶化，也为第二次世界大战埋下隐患。与此同时，1923 年的大地震几乎毁掉了日本的经济。日本也将通过侵略战争谋求金融安全。

第3章
崩　　溃

第1节　股票市场的拓展

1922 年到 1929 年，美国共发行了超过 600 亿美元的证券。股票持有人的数量从 1920 年的 1 200 万人增加到 1928 年的 1 800 万人。虽然美国的百万富翁人数不断增长，但在 1924 年这些股票持有人收到的派发股息还不到全部股息的 7%。“半数以上的美国公司股票是由净收入少于 12 500 美元的人所拥有。”① 在 1924 年之前，1/10 的家庭持有股票。有一项针对 1923 年至 1925 年奥地利、日本、德国、英国和比利时发行的五种债券在美国销售情况的研究发现，这些债券中约有 50% 卖给了小型投资者。超过 200 万的个人拥有铁路股票。美国电话电报公司（AT&T）的股票持有人超过 70 万人。新泽西州标准石油公司的股东数目从 1917 年的约 7 500 人增加到 1926 年的 77 000 多人。

在 20 世纪 20 年代，某些公共事业公司允许他们的客户在每月支付天然气或电费账单时顺便购买其公司的股票。大多数股票的面值是 100 美元，但是有个教授提倡降低面值以吸引更多的小投资者。这一建议被采纳了。新泽西州标准石油公司将其面值从 100 美元降至 25 美元。1922 年，伊士—曼柯达

① National Industrial Conference Board, *Employee Stock Purchase Plans in the United States*, p. 7.

公司对其发行的面值100美元每股兑换10股无面额股票。小型投资者找到了其他进入市场的方式。“在小型投资者销售方面……延期或分期付款计划已变得相当受欢迎。”[①] 越来越多的女性参与股票交易，女性成为极具潜力的市场。据估计，20世纪20年代的妇女拥有当时超过40%的全国财富，约有20%的投资者是女性。她们显然是积极的投资者。妇女被认为贡献了股票市场总交易量的35%。美国钢铁公司大约有37%的股东是女性。超过一半的美国电报电话公司股票持有人是女性。尽管那些经常出没于经纪公司的盯着指数的妇女被调侃叫做“泥母鸡”，但经纪公司却积极地拉拢她们，并为女性保留专属的办公室。1927年，某位女士想在纽约证券交易所买下一个交易座席，但被拒绝了。部分经纪公司的确有某些女性合伙人，但那只是少数。

在20世纪20年代，保险公司开始销售作为退休计划的团体年金。政府的鼓励激励了养老金计划的增长。在1920年，公务员退休制度促成了联邦雇员养老金计划的建立。国会在1924年为联邦储备局雇员制订了养老金计划。1921年的《税收法案》免除了关于雇主为雇员缴交私人利润分享信托的纳税义务。到20世纪20年代中期，约有400个私人养老金计划，覆盖近400万名员工。这些计划大多是为在大型公司如美国钢铁公司工作的雇员所规划的福利计划，也就是雇员可以根据工资与服务年限领取确定的养老金。员工股票购买计划很受欢迎。1921年至1925年，出现了160多个类似计划。到1928年，有股票购买计划的公司又多了数百家。参与这些计划的员工通常通过扣减其工资的方式来支付股票的购买费用。

纽约证券交易所

由于空间的扩张需要，纽约证券交易所在1922年再次搬迁。1920年到1926年，在纽约证券交易所上市的股票从691类增加到超过1 000类。1926年，纽约证券交易所的交易量超过4.5亿股，1929年增长到超过10亿股。这些交易中的大多数是通过保证金进行的。纽约证券交易所的资金专柜重新开

① National Industrial Conference Board, *Employee Stock Purchase Plans in the United States*, p. 14.

放，以满足保证金交易的短期资金需求。经纪人在资金专柜进行安排，协调从愿意提供短期资金的银行那里取得贷款。在1922年之前，经纪公司要求的保证金为17%，到了20年代末期，保证金增加到20%。与做空有关的股票融资是经纪业务的重要组成部分。空头实际上并没有卖出的股票，但是仍然需要进行交割。因此，空头必须从第三方借入该股票并稍后退还。如果价格下跌，空头可以用低于卖出价格买回股票后返还给第三方，并赚取买卖之间的价差。如果价格上涨，则会发生亏损。借券通常是由卖方经纪人协助安排的。经纪人将其客户的证券出借给“空头”。借入股票的经纪人需要在借出股票的经纪人那里存入一笔保证金。如果股票的价格上涨，则需要存入更多的保证金。如果股票价格下跌，则将应减少的保证金返还给借入股票的经纪人。当空头回补他的仓位时，卖方经纪人就在市场上购买股票并将其交还给出借人。出借人将保证金差额退还。如果某只股票的需求量特别大，出借人可能收取额外的溢价。在某些情况下，溢价金额可能多达每股8美元。有时卖方可能实际上拥有该股票，但由于税务或其他原因不想通过卖出手上的股票进行做空，因此为了交割而进行借券。期权是另一个做空的工具。空头经常使用期权对冲来抵消市场上涨的损失。

纽约证券交易所成员越来越多地将其职能分为“场内经纪人”“场内交易员”和“专家经纪人”，但他们有时可能会扮演多种角色。专家经纪人成为纽约证券交易所的常设机构。这些交易者通过在交易日的集中竞价和股票销售，为其负责的特定证券建立了顺畅、稳定的持续市场。在20世纪20年代，纽约证券交易所的每只股票都有至少一个专家经纪人。纽约证券交易所会员可以作为任何股票的专家经纪人。某些股票有不止一个专家经纪人，某些专家经纪人同时负责多只股票。专家经纪人的角色从以前到现在都是有争议的。专家经纪人在他的“账簿”上记录了市价订单、保有客户的限价订单与止损订单，这使得他可以通过对于订单的“高级知识”掌握市场走势的变化，从而可以在公众有机会作出反应之前就通过自己的账户进行交易，这使得专家

经纪人被赋予了一个“相对于一般公众而言的巨大优势”[1]。专家经纪人声称，他们从自己账户交易的目的是替自己负责的股票维持一个“稳定”与有序的市场。集中竞价价格与市场询价价格之间的差价愈加狭小，他们提供的持续性市场据称使他们取得了时间、地点和信息上的优势。专家经纪人声称，市场规范了他们的行为并促使他们保持诚实，否则他们将失去提供订单流的经纪商的信任。而评论家说，那些所谓的纪律充其量是松散的，而且没有任何正式、法律上的规范要求专家经纪人公平行事。

“场内经纪人”在纽约证券交易所大厅内执行客户指令。这些人有时被称为“2美元经纪人”，因为他们对于每100股的委托收取2美元的中介费。“场内交易员”是以自己账户进行交易的“自主”交易人。场内交易员不必为自己的交易支付佣金，并且因为在场内，相对于其他交易人，他们更具有时间与地点的优势。这些交易者的介入会加速市场走势并加剧市场波动。纽约证券交易所曾经公告允许以10股为单位的股票交易，但大多数小型交易是由“零股”交易员处理。他们是专门买卖少于100股的交易员。“零股”交易员通常不收取佣金，而是通过加价或折价作为收入来源。“零股”交易员常会以低于或高于现货价格的0.125点到0.25点（这里的一点是1‰）的价格卖出整数股。

在20世纪20年代，纽约证券交易所要求在证券交易日之后的下一个工作日进行结算。结算指的就是证券的付款与交割。纽约证券交易所为此设立了一个集中交付部门负责处理证券转移并进行必要的记录。纽约证券交易所结算公司处理货币清算以及股票的交割。纽约证券交易所持续的抵制公司化的压力，但这最终导致了1921年至1924年的一场停止投机商号的运动。投机商号的销售人员继续使用他们的高压策略，这个策略导致他们在20世纪20年代被称为“爆破手”。纽约证券交易所为此成立了一个反欺诈局，并与商业改善局合作，联手遏制不当的证券交易行为。1922年，纽约证券交易所开始定期检查持有保证金账户的会员。拥有大量保证金账户的机构需要每年两次

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong. 2d sess., 1934, p. 25.

接受这样的检查。后来，纽约证券交易所开始启用问卷系统，针对成员的账簿和记录进行审计，以确定他们是否处于财务困难。纽约证券交易所虽没有要求，但鼓励使用独立的外部会计师。这些会计师被认为会使用“可接受的会计准则”或现在称为“公认会计准则”的审计标准进行审计。

其他交易市场

1928 年，纽约农产品交易所在交易 250 种不同的证券。在 1922 年，联合证券交易所发生过几次公司破产，其中包括了爱德华·富勒公司。纽约总检察长根据禁止证券欺诈活动的纽约州《马丁法案》（*Martin Act*）对联合证券交易所的成员进行调查。这导致联合证券交易所的恐慌从而发生了更多的公司的破产，其中包括 M. C. 施耐德和考特兰—华德公司。联合证券交易所并没有能够复原，它“在 1926 年走入了可耻的结局。”[①] 20 世纪 20 年代末之前，美国的第二大证券交易所是旧金山证券交易所。另外在美国和加拿大的其他城市，包括科罗拉多斯普林斯、路易斯维尔、堪萨斯城、惠灵、里士满和新奥尔良等一共存在着 50 多家证券交易所。随着投机交易的增加，区域交易所的交易量也在增长。圣路易斯证券交易所的交易量在 1929 年接近 100 万股。洛杉矶场外交易所成立于 1928 年，第一年便交易了约 1 800 万股。

场外市场正在蓬勃发展。到 20 世纪 20 年代末，超过 50 000 个未上市股票是由场外市场经纪人负责交易。在纽约宽街上经营的场外交易员上演着丰富多彩的节目，因为他们接收的是来自邻近建筑物透过窗户的办事员的手势订单。赌博继续在场外市场发生。“通过场外交易员，大笔金钱下注在著名的‘黑袜’丑闻上。”[②] 1921 年，当纽约场外证券市场经纪人走进三一广场 86 号时，这个受欢迎的旅游胜地结束了它的使命。纽约场外市场在 1923 年建立了交易所，场外交易市场变的正式化起来。纽约场外市场在 1929 年改名为纽约场外交易所，在 1953 年成为美国证券交易所。在纽约场外交易所开始的时候，所有在交易所开展的证券交易都是预期的证券发行交易，也就是一般概

---

① Benjamin Haggott Beckhart, *The New York Money Market*, vol. 3, p. 31.

② Robert Sobel, *AMEX: A History of the American Stock Exchange*, 1921 - 1971, p. 45.

念上基于“合同签署的时间，期限及条件”的证券。纽约洛克伍德委员会的首席顾问塞缪尔·恩特迈尔（Samuel Untermyer）试图在1922年叫停在场外市场进行发行前交易。洛克伍德委员会最初的设立的目的是研究纽约住房短缺问题，后来提议了证券披露法案。恩特迈尔将发行前交易的证券称为“影子股票”。

场外交易继续在经纪人办公室进行着。各种组织，包括非上市证券交易商协会和银行股票经纪人协会，试图整合这些交易。这两个组织于1932年合并为纽约证券交易商协会。在波士顿、布法罗和费城，由R. L. 戴、A. J. 莱特等公司建立了证券场外竞拍市场。新股发行的数量从1921年的大约1 800只增加到1929年的超过6 000只。股票证券的新发交易开始超过债券发行交易。在1928年之前，债券发行量比股票发行量多。到1929年，超过60%的证券发行都是股票发行，而在1921年该数值只有15%。债券主要是在场外市场交易，但也有一些债券交易是在纽约证券交易所的一个单独场所进行。在该业务从交易所转移到场外市场之前，纽约证券交易所交易的范围包括了美国政府债券。在20世纪20年代，纽约证券交易所仍有一些在美国承销的德国股票和债券上市交易。

20世纪20年代证券投资的种类多样。它们包括工业证券，政府、州和市政债券，公用事业证券和铁路债券。市政府发行预期票据，这些是针对预期的特别课税所发行的债券。公司债券或信用债，如同他们的名称一样，是基于长期且复杂的契约协议，这些协议定义了债券持有人的权利，通常是有利于贷款人的条款。债券有时可转换为股票或可以用特定价格取得普通股或另一证券的认股权。债券或优先股出售时附有普通股，或优先股及普通股可能出售的单位量。大多数大公司有几类股票。一种流行的资本化形式是出售两类普通股，即A类和B类普通股。一类在股息中优先于另一类，但是很少或没有投票权。在20世纪20年代，越来越多的现象是发行优先股或其他股票，这些股票的投票权受到极大限制，因此可以在由公众筹集企业资本的同时由一小部分内部人士维持控制权。“因此，在所有权的扩散的同时能够保障管理

权能够被控制。"[1]纽约证券交易所在1926年修订了其规则，迫使公司股票在纽约证券交易所上市时对股东提供平等的投票权。

信息

华尔街变得越来越复杂。到了20世纪20年代，大多数领先的金融家和大约一半的商业界人士有大学学位。关于公司的财务信息仍然很难获得。卡尔文·柯立芝（Calvin Coolidge）成为总统后，拒绝了威廉·里普利（Willian Z. Ripley）教授要求联邦贸易委员会规范公司提交更完整的财务报告的建议。总统认为，这些事情应该留给各州自行处理。纽约证券交易所试图增加上市公司的财务报告。约2/3的上市公司同意提供财务报告，另外200多家上市公司被要求向州际商务委员会提交财务报告。

预测服务持续增长，包括罗杰·巴布森的统计组织、穆迪的投资者服务和哈佛经济研究委员会。评级服务包括金融世界（Financial World）、布鲁克迈尔经济研究所（Brook Mire Economic Service）、惠誉出版公司（Fitch Publishing Co.），普尔出版公司（Poor's Publishing Co.）和标准统计公司（the Standard Statiscal Corporatino）。约翰·穆迪在1909年发表了第一个债券评级架构，并在20世纪20年代评级了大多数美国市场上的债券。标准统计公司对股票和债券进行评级，惠誉出版公司于1924年开始发行评级。普尔出版公司在1916年对股票和债券进行评级。普尔出版公司使用"三三"评级系统对企业固定收益商品进行评级。这个评级系统是基于以下三个因素：先前的财务业绩、当前的财务信息和预期的趋势。

在1839年开始发行的《普尔、穆迪、标准统计以及商业和金融纪事》（*Poor's, Moody's, Standard Statistics, and the Commercial & Financial Chronicle*）提供了关于公开交易证券的相关信息。其他在1917年创刊的金融出版物包括《邓肯评论》（*Dun's Review*）、《华尔街日报》（*the Wall Street Journal*）和《福布斯杂志》（*Forbes*）。《巴伦周刊》（*Barron's*）由克拉伦斯·巴伦创建，1921

---

[1] National Industrial Conference Board, *Employee Stock Purchase Plans*, p. 14.

年成为华尔街的杂志。道琼斯工业平均指数在20世纪20年代成为股票市场和经济状况的晴雨表。该指数在1924年约为100。到1925年，它已经上涨到超过380。道琼斯工业平均指数面临来自标准普尔这个前辈的竞争。标准统计公司在1926年发布了基于421股票的股票价格指数。《纽约时报》试图通过发布每日和每年的40种国内债券价格作为指数进行竞争。它还公布了50个股票的每日、每月和每年市场平均值，以及25个铁路股票的年平均指数。《财富》杂志直到1930年才由亨利·卢斯（Henry Luce）所创建。

投资

20世纪20年代发生了兼并狂潮，控股公司再次扩张。在整个金字塔顶端由一个公司控制着整个底下的大量公司架构，每个架构下的公司可以向大众出售非控制性的股票。塞缪尔·英萨尔（Samuel Insull）在中西部创建的公用事业公司是这些最大型的控股公司之一。克利夫兰的范斯韦林根兄弟（Van Sweringen Brothers）也使用控股公司来控制大型铁路系统。

美国人在20世纪20年代开始进行境外投资。1924年至1925年，美国发行了近14亿美元的外国证券。到1924年，大约有5亿美元的美国基金投资了加拿大的矿产和森林产业。1923年，有一家公司在洪都拉斯投资了大约2 500万美元。到1929年，美国境外的投资超过了150亿美元。在20世纪20年代，证券的国际套利交易成为一种精心规划的业务。跨大西洋通信的出现确保套利者能够保持大西洋两岸的价格一致。这是一个复杂的业务，因为汇率差异以及证券在纽约的报价方式不同于其他国家，结算条款也不尽相同。

在国内，代理交易的公司使用私人线路从他们的分支机构传送订单到纽约证券交易所。由于20世纪20年代的市场飙升，大约有50万英里的私人线路被使用，这包括在纽约和芝加哥之间的100多条私人线路，还包括某些专业从事期货交易的经纪公司、某些专做证券的经纪公司，以及某些两者皆经营的经纪公司。在1920年，麦克唐纳公司专注于“股权”和“临时凭证”，这里面包含了支付8%股息烟草股票的临时凭证。E. W. 瓦格纳公司是一家每周提供金融资讯的经纪公司。希尔兹公司则提供投资证券。哈尔西—斯图亚

特公司在纽约、芝加哥、圣路易斯、费城、明尼阿波利斯、波士顿、密尔沃基和底特律都设有办事处。这家公司宣称安全的投资并对犹他—爱达荷糖业公司1920年的第一笔按揭投资提供7.75%的回报率。他们根据报纸的报道，预测到甜菜糖价格将大幅增加。报道声称糖是重要的食品原料，这确保了源源不断的需求。1920年，对在纽约的哈尔西—斯图亚特公司（Halsey，Stuart & Co.）而言，只简单地要求运营商使用“汉诺威8000”。哈尔西—斯图亚特公司是许多公共事业产品的承销商。该公司承销了塞缪尔·英瑟尔公用事业公司大部分的产品。

约瑟芬哈公司（Josephthal & Co.）在1927年出售股权和认购权证。怀特—韦尔德公司提供短期票据、外国债券、政府债券、市政债券、铁路公司和公用事业证券。该公司为银行和受托管理人以及个人投资者准备了投资清单。该公司在纽约、波士顿和芝加哥设有办事处。所罗门兄弟与赫茨勒公司销售美国财政部6%的国库券。该公司是所有财政部发行的其他证券的经销商之一，这个“贴现行”购买银行在未来30天、60天或90天交付的承兑信用证。“这项服务消除了利率风险，并确定在未来交割票据的交易，而不需要顾虑市场状况的变化。”[1] 所罗门兄弟与赫茨勒公司在费城、波士顿和纽约设有办事处。在纽约通过电话要求接线生拨通“鲍灵格林3050”（Bowling Green 3050）就可以联系到该公司。在1927年，所罗门兄弟与赫茨勒—哈尔加滕公司和雷德蒙公司发行了加拿大卑诗省的以金币支付的票面利率为4.5%的2年期国库券，持有人届时可以选择在纽约市支取美国金币或在加拿大支取加拿大金币。贝克公司提供了在南美洲“有利可图”的投资。

美林公司和其他巨头

提供全方位服务的经纪公司出现了。他们包括艾拉·豪普特公司和贺瑞斯·斯托纳姆公司。查尔斯·美林，一位前职业棒球员正在一手打造一个巨人。他于1909年在一家名为乔治·伯尔的商业票据公司开始了他的华尔街生

① *New York Times*, May 20, 1921, p. 23.

涯。1913 年，美林加入伊斯门·狄龙公司，并于 1914 年成立了自己的公司查尔斯·美林公司。该公司后来成为美林—林奇公司。林奇便是爱德华·林奇，美林的前室友和助手。1921 年，美林—林奇公司在纽约百老汇 120 号设立办公室，很快在芝加哥、底特律、密尔沃基、丹佛和洛杉矶都设立了办事处。在 20 世纪 20 年代，美林—林奇公司介入包括西部汽车和克雷斯吉公司在内的连锁店业务的承销业务。美林—林奇还出售 8% 的优先股和参与商业票据的投资。它通过在《纽约时报》的广告提供投资建议。公司也根据客户的要求提供各种股票的具体说明，其中包括斯派塞制造公司和韦林帽业制造公司的说明，以及“编号 D270 分析报告”，该报告涵盖了梅尔维尔鞋业公司 8% 的优先股。

基德尔—皮博迪公司是 AT&T 股票的承销商。兰伯恩公司在 1920 年专注于糖业股票。J. R. 布罗德福德公司宣传自己是“德州威尔士的浅层油矿”。帕金森—伯尔公司承销日本政府 4.5% 英镑债券。F. J. 利斯曼公司提供布什码头建筑公司的债券，并声其“绝对安全”。不幸的是，这种说法并不完全准确：布什码头建筑公司在 20 世纪 30 年代破产。1923 年，杰罗姆·苏里文公司出售墨西哥政府、州及铁路债券。纽约证券交易所的一个会员——杰尔克—胡德—博尔斯公司，宣布它已经成立了一个负责处理纽约市和州债券、联邦土地银行及联合土地银行债券的部门。狄龙—瑞德公司和芝加哥北方信托公司于 1923 年发售联合土地银行的债券。这些债券都是免税的。

迪恩·威特于 1924 年离开布莱思—威特公司。他的新公司——迪恩·威特公司专门从事西部的公共事业和市府证券业务。塔克安东尼公司，一家东海岸的公司，提供密苏里太平洋铁路公司的 5.25% 黄金债券。该公司是纽约证券交易所的会员，并在纽约百老汇 120 号设立办公室。哈里曼公司、多米尼克公司和匹兹堡联邦信托公司于 1924 年在《芝加哥论坛》（*Chicago Tribune*）上发布了一份关于西宾夕法尼亚电力公司 7% 的累积优先股“墓碑”公告（新上市股票公告）。该公告指出，西宾夕法尼亚电力公司的账目每年由纽约的赫德曼—克兰斯顿会计师事务所审计，同时苏里文—克伦威尔的律师事务所已经通过了有关股票发行的所有法律事项。这些优先股的股利免征一般

的联邦所得税。

摩根公司仍然是领先的投资银行。狄龙—瑞德公司、李—希金斯公司、基德尔—皮博迪公司和布莱尔公司是其他的大型承销公司。斯派尔公司、塞利格曼公司和拉登堡·塔尔曼公司是重要的铁路股票发行商。邦布赖特公司、哈里斯—福布斯公司，以及哈尔西—斯图亚特公司和科芬—伯尔公司主要承销公用事业证券。除了美林证券外，20 世纪 20 年代在商业和零售领域两家领先的投资银行家是雷曼兄弟和高盛。其他作为投资银行家的公司包括史密斯·巴尼公司、怀特—韦尔德公司、斯通—韦伯斯特（Stone & Webster）公司、菲尔德·格罗公司、哈尔加滕公司、罗林斯父子公司和布朗兄弟公司。在 20 世纪 20 年代，电影产业的金融需求开始越来越旺盛。派拉蒙在 1926 年和 1927 年开始筹集大量资金。其债券和股票由库恩—勒布公司发行承销。

集团业务

在 20 世纪 20 年代，在联邦证券法颁布之前，投资银行业务被认为是一种“尊严和神秘”的业务。[1] 20 年代承销业务的联合运营持续时间很短，通常都在 30 ~ 60 天。在第一次世界大战之前，超过 100 万美元的证券发行就被认为是大规模的。到 20 世纪 20 年代，一次 2 500 万美元的证券发行已是屡见不鲜。这种增长需要扩大承销集团的规模。销售集团变得越来越大，在地理上位置越来越分散。有三种类型的销售集团。第一种是所谓的无限责任销售集团，该集团的每个成员同意以固定价格按比例分摊该发行的股份，并在联合行动到期时，承购剩余的未售出证券。承销商有一个“中止”条款，如果市场变化使得价格低于承销价，他们可以不履行承购义务。第二种类型是有限责任销售集团，集团每个成员的责任或义务仅限于其承诺的金额。当他们的销售达到该金额时，就不必承销未售出的股票。第三种类型被称为销售集团。这有点像有限责任销售集团，但其成员不需要负担承销的费用，仅须负担与其自己的零售分销有关的费用，并且只需要认购他们约定的那些证券。

① *United States v. Morgan*, 118 F. Supp. 621, 645 (S. D. N. Y. 1953).

如果以公开发售价格以外的任何价格发售证券，都违反了20世纪20年代的三种形式联合的协议。集团管理者为了维持发行价格，会在公开市场上进行交易。这被称为“稳定”。管理者将放大的订单作为稳定价格行为的一部分。这些订单是在发行期间为刺激市场而设计的买入订单。集团力求使市场价格保持高于发行价格，并防止分销商所出售的任何证券在完成发售前之前回到市场并压低发行价格。如果证券被卖回市场，则被视为违反集团成员签署的证券投资协议。集团通过证券的序列号来监控这类的活动。因此，当证券卖回市场时，违反规则的集团成员会被处以“回购罚则”。这些处罚通常包括取消销售这些证券的佣金。出售证券的集团成员可能被要求用自己的账户将这些证券买回。后来，通常将回购罚款限制为取消佣金，而不是要求集团成员买回证券。

威廉·杜兰特

汽车工业的发展扩大了对于融资的需求。在1920年汽车销售下降后，通用汽车公司的总裁威廉·杜兰特试图支持其股票的价格但却无法成功。杜兰特在那次尝试中损失了1.2亿美元。杜兰特随即发现自己在公司控制权的争斗中处于下风。争斗过程中，通用汽车公司的股票被纽约证券交易所暂停交易。此时，杜兰特有将近4 000万美元的保证金缺口。杜邦家族在通用汽车公司有庞大的投资，皮埃尔·杜邦找来摩根公司支持公司的财务。杜兰特的财务状况令人不安，因为他利用通用汽车股票进行了大笔借款。有人担心他的失败可能引发股市恐慌。绝望之下，杜兰特成立杜兰特公司，以每股18美元向小股东出售通用汽车的证券，以50股为上限，并提供了分期付款的方式，购买者可以通过存折存款分期支付款项。杜兰特的这种安排是为了卖掉股票，但是又不让他们流入市场以维持市场价格。这是一个很有创造力的融资方式，但却失败了。

为了稳定通用汽车的股价，一家控股公司成立了。这个公司后来成为杜邦证券公司，并取代了杜兰特公司的地位。杜邦和约翰·拉斯科夫为通用汽车公司的股票成立了一个稳定基金，但杜兰特的财务状况实在太糟糕了，所

有这些努力都无法拯救他。摩根公司筹集资金援助杜兰特，并为此成立了一家新公司以持有杜兰特拥有的通用汽车股份。新成立的公司随后发行了 2 000 万美元的票券并由纽约的银行承购。摩根公司将这笔贷款卖给银行。通过摩根的协助，杜邦公司和杜邦家族持有的克里斯蒂亚娜证券公司收购了通用汽车 1/3 的股权。这让杜邦得以控制通用汽车，并将赚取通用汽车 3 亿美元的股息。杜兰特在 1920 年被解除通用汽车公司执行官的职务。他是通用汽车公司在 1992 年以前被解雇的最后一个执行官。

杜兰特转向其他投机生意，并且据说“利用他所知的内部信息每月可以使自己的钱翻倍”。[1] 杜兰特买下了自由国家银行的营业执照。他试图将自由国家银行变成一个“人民的银行”。1924 年，杜兰特以辛迪加方式购买了大约 40 亿美元的股票。据说杜兰特在 1928 年又买了 10 亿美元的股票。杜兰特继续在通用汽车股票上进行投机炒作。他利用民主党主席约翰·雅各布·拉斯科夫（John Jacob Raskob）发表演讲，兜售通用汽车公司的股票投资。杜兰特并不是唯一在汽车证券上进行投机炒作的人。艾伦·瑞恩（Allen A. Ryan）在 1920 年对斯图兹汽车公司的股票进行了操作。纽约证券交易所随即对他进行暂时停权。20 世纪 20 年代另一个经常进行内幕交易且恶名昭彰的投机者是赫伯特·斯沃普（Herbert Swope）。

杜兰特试图操纵费雪—博德（Fisher Body）汽车公司的股票。这家公司由曾为铁匠的弗雷德·费雪及其几个兄弟所经营。1918 年，费雪兄弟同意向通用汽车供应车身。之后，费雪—博德汽车公司以 2 760 万美元出售 50 万公司股份中的 30 万股给通用汽车公司。费雪—博德汽车公司在 1926 年解散，费雪—博德汽车公司股票换为通用汽车的股票。弗雷德·费雪及其兄弟们以约 2 亿美元出售了他们的生意。他们使用这笔钱来投机证券，据称筹集了约 5 000万美元炒作蒙哥马利沃德公司和美国无线电公司（RCA）的股价。

越来越多的汽车

第一部 T 型车是以 850 美元售出的，但亨利·福特持续降低价格。在

[1] Robert Sobel, *Panic on Wall Street*, p. 363.

1923年，福特允许其客户通过分期付款方式买T型车。购买者通过一年期每周5美元的分期付款购买汽车，在完成付款后才能取得汽车。在此之前，福特每年销售超过200万辆汽车。1926年，福特开始实施每周5日工时制度。到那时，福特T型车的累积销售量已达到1 500万台。狄龙—瑞德公司在1925年试图从道奇兄弟的继承人买入道奇汽车公司。道奇兄弟显然被禁止掺杂假酒的威士忌打败了。贝奇公司的合伙人从前者的遗孀那里获得了兄弟股票的期权后卖给了狄龙—瑞德投资公司。狄龙—瑞德投资公司以支付10%的费用的方式打败了摩根公司。狄龙—瑞德投资公司通过向公众出售债券和优先股和无投票权的A类普通股取得并购的资金。狄龙—瑞德投资公司自己持有有投票权的B类股票，并维持对公司的控制权。

在美国，因为汽车增长所付出的代价，意外险变得更受欢迎。汽车意外死亡人数从1911年的1 291人增加到1926年的18 871人。“1911年至1932年，30多万美国人亡命路上。”[①] 1922年，乔治·雅各布·梅歇尔（George Jacob Mecherle）成立了州农互助（State Farm Mutual）保险公司。它很快成为最大的汽车保险公司。1926年，农政互助（the Farm Bureau Mutual）保险公司成立。它后来成为农政（Farm Bureau）保险公司，然后在1955年更名为全国保险（Nationwide Insurance）。到1929年，意外险公司持有超过16亿美元的资产。

汽车融资将成为底特律产生的另一个行业。大型工业贷款公司为汽车和其他消费提供企业和消费贷款。他们包括通用汽车金融服务公司（the General Motors Acceptance Corporating）、商业投资信托公司（the Commerial Inrestment Trust Corporation）、商业信贷公司（the Commercial Credit Company）、黑尔—蔡斯（Hare & Chase），贸易和制造商证券公司（the Merchants and Manufacturers Seeurities Corporation）、工业金融服务公司（the Industrial Aueptance Corporation）、国家债券和投资公司（the National Bond and Investment Company），以及太平洋财务公司（the Pacific Finance Company）。这些公司通常是由福特或

① Martin Gilbert, *A History of the Twentieth Century*, 1900 - 1933, p. 243.

其他汽车公司的金融子公司所投资。到1925年，大约75%的新车和二手车都通过分期付款的贷款方式销售。

金融困境

在1920年到1921年，有一些大公司包括固特异轮胎和橡胶公司面临破产。这些陷入困境的公司通常由债权人委员会重组，而不是由破产管理人进行重组。这些委员会所要求的调整，往往对股东不公平。

股价操纵正成为另一个问题。1922年，一些商店破产事件发生之后，市场上发生了针对南方的杂货连锁店小猪商店（Piggly Wiggly）股票的操控行为。这些破产的商店虽然使用小猪商店的名字，但实际上与该公司没有什么关系。然而，空头交易者利用他们的破产压低小猪商店股票价格。小猪商店的总裁克拉伦斯·桑德斯花了1 000万美元买入超过一半的流通股。桑德斯把股票的价格比之空头袭击之前的价格推高了10%。桑德斯开始通过报纸以分期付款方式销售小猪商店的股票。他希望确保股权分散，并且不会被买入囤积。纽约证券交易所反对这种做法。这激怒了桑德斯，然后他付出保证金开始全面收购并要求交付股票。当时，桑德斯理论上拥有全部小猪商店的流通股票，然而因为经纪人正在做空股票，交割是不可能的。桑德斯利用杰西·利弗莫尔和法兰克·布里斯这两个高调投机者来化解困境。他们把小猪商店股票的价格从50美元推高到124美元以上。然而，纽约证券交易所给了空头交易者额外股票交割的时间，从而破坏了整个策略，桑德斯遭受了巨大损失。纽约证券交易所随后将小猪商店股票下市。

被称为“华尔街银狐”的法兰克·布里斯与杰西·利弗莫尔再次合作，将计算制表公司（Computing Tabulator Company）股票的价格从40美元炒高到超过80美元。布里斯和利弗莫尔获得了超过了100万美元的利润。计算制表公司后来成为国际商业机器公司（IBM）。另一场战争涉及对惠灵—伊利湖铁路股票进行投机空头交易者的逼仓。该股票的每股价格上涨超过100美元，随即大跌了约60美元。

据报道，沃伦·哈丁总统在1923年8月去世时，仍然欠他的经纪人18万

美元。哈丁一直通过一个委托账户进行投机炒作。1921 年茶壶山丑闻（the Teapot Dom Scandal）爆发，当时的内政部长艾伯特·法尔（Albert Fall）秘密地把海军在茶壶山的石油矿场租给了哈利·辛克莱（Harry Sinclair）和爱德华·多尼（Edward Doheny）。内政部长提供政府石油矿场并收取 50 万美元的贿款。法尔后来被判有罪，但辛克莱仍然继续他的行动。知名的商品期货交易人阿萨·卡顿（Arthur Cutten）后来与辛克莱组成同盟买入辛克莱综合石油公司的股票。大通国家银行主席艾伯特·威金（Albert H. Wiggin）下令给予这个同盟需要的财务支持，艾伯特·威金个人从这个同盟获得了 877 654 美元的利益。这个同盟本身获利超过 1 200 万美元。大通证券公司参与杰西·利弗莫尔的另一个同盟则获得了更多的利润。

在成为总统之前，富兰克林·德拉诺·罗斯福是联邦国际投资信托基金的投资者之一，联邦国际投资信托基金向购买美国商品的国外进口商提供信贷。发起人设法让联邦储备委员给予特许权，并同意将其股票列为国家银行的合法投资项目。他们没有取得特许权，但是这个信托基金被允许针对苏佩维列公司给予乌拉圭蒙得维的亚的贷款提供一半的信贷保证。该信托基金不需要投入任何自己的资金就可以通过许可来赚取佣金。一个更贪婪的投机者正在积累财富。约瑟夫·肯尼迪（Joseph Kennedy）在 20 世纪 20 年代的主业是私酒贩子。与此同时，他从他在海登经纪公司的工作中学习到股票市场的操作。在那里，他对托德造船厂的股票买卖进行了一次联合操纵，借助亨利·福特将并购庞德克里克煤炭公司的内线消息获利 20 万美元。

法院要求没有发挥功能的董事承担责任。在贝茨诉德莱赛（*Bates v. Dresser*）一案中，最高法院裁定，银行总裁对一名雇员的偷窃负有超过 300 000美元的责任。[①] 该雇员使用了一个特别的方式伪造了客户存款以藏匿其盗窃行为。霍姆斯法官发现，银行总裁对这些损失要承担责任因为他已经被告知该员工可能投机介入铜的股票炒作。据显示，该员工生活的“节奏很快”，“在外面养女人”，同时拥有一辆汽车，这都仰赖他每周只有 12 美元的

① *Bates v. Dresser*, 251 U. S. 524 (1920).

工资。由于银行审查员的半年报告显示一切都正常，银行的外部董事因此而避免了责任。在巴恩斯诉安德鲁斯（*Barnes v. Andreus*）案中，[①]勒尼德·汉德法官认为，没有参加公司会议的董事违反了其对公司的关注义务而负有法律责任。因为没有参加会议而没有发现损失，似乎不是公司倒闭的原因。

第2节　市场波动和投资信托

投资信托

投资信托是许多投资者进入证券市场的手段。参议院委员会发现，在20世纪20年代，“一场名副其实的投资信托流行病正在影响这个国家。”[②] 这并不是夸大其词。1921年到1926年成立了约140家投资公司。1928年，每隔一天就有一家新的投资信托基金成立，这一比率在1929年达到一天一家。1928年至1929年，投资信托基金的投资者从55 000名增加到50多万名。到1924年，超过7 500万美元被投入投资信托。在此一年之前，投资额不到1 500万美元。在1925年，投资信托持有超过1.5亿美元的证券。这个数字迅速翻了一番，然后又翻了一番。投资信托持有的资产在1928年增加到超过10亿美元。1929年又增加了21亿美元。纽约证券交易所在1929年开始允许投资信托基金上市。第一批交易的公司是斯特林证券公司（the Rterling Securities Corporation）和一般公共服务公司（the General Public Service Corporation）。这些公司的投资者被告知，通过每月投资15美元，他们可以在其一生中累积8万美元，还可以每月获得400美元的收入。

作为小额投资人多样化其持有证券的方式，投资公司得以发展。据说，这种投资媒介为投资者提供“投资少量的金额而取得在大量证券上依据事业、地理位置和证券类型进行多样化投资的机会”。[③] 这就像是一种保险形式，使

---

① *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 (S. D. N. Y. 1924).

② U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 339.

③ Theodore J. Grayson, ed., *Investment Trusts: Their Origin, Development and Operation*, p. 7.

用大数法则来降低风险。投资公司提供投资者基金管理方面的专业知识。一些投资公司专注于特定类型的投资证券，而另一些投资公司则集中在特定行业，如石油公司、铁路、银行或连锁店。

20 世纪 20 年代经营的大多数投资公司都是封闭式管理公司。一家封闭式公司自己出售股票，并不接受股票赎回。封闭式投资公司的运作方式与任何其他公司一样，只是其业务是投资证券。封闭式投资公司的管理人员选择证券的投资组合和确定的投资策略。通过普通股和优先股发售和债券发行募集资金。债券发行为希望借入资金的投资回报将超过其成本的普通股股东提供杠杆。投资公司的普通股根据投资组合经理投资策略的预期表现在市场中估值。他们经常以贴现的方式交易。

其他形式的投资信托也出现了。固定投资信托出现于 1923 年。固定投资信托有时也被称为“银行家股票”“固定”信托或“银行家”信托，现在称为“单位投资信托”或“约定资产”基金，这是简单地将投资的证券组合并出售给公众的业务。与封闭式投资公司不同，固定信托投资组合的结构不会改变。固定信托一直持有这些证券，直到债券到期或信托基金在市场上解散为止。固定信托最初是一种将高价股交付给受托机构并依据这些高价股发行低价的持有凭证并销售给大众的方式。后来，低价证券也加入了固定信托。固定信托没有管理人员交易或调整其投资组合。相反，银行被委托作为信托证券的受托机构。银行定期分配利息或股利并在到期时支付本金。

第一个固定信托产品是由联合银行家石油公司提供的。这个信托的证券是标准石油公司的股票。这个信托并不成功。另一个遇到困难的单位投资信托基金是持有加拿大福特汽车公司证券的投资基金。这个单位投资信托基金在没有明显理由的情况下以大额溢价方式发行，后来被指控有欺诈行为。1924 年至 1926 年，还成立了其他几个单位投资信托基金。纽约的银行信托公司成立了一个信托基金来持有城市服务公司的股票。银行信托公司存入了 30 000股城市服务公司的股票，同时发行了 30 万股无投票权的证券，以表明对存放在银行信托公司股票的所有权。另外一些固定信托基金持有大西洋和太平洋茶叶公司（A&P）和五月百货公司（May Department Stores）的证券。

介于固定信托与管理型封闭投资公司之间的形式是全国证券公司。它累积了在不同行业25家公司的300只股票。全国证券以10.25美元的价格卖出自己的股票，筹集了3 279 000美元。该信托旨在避免固定信托在任何情况下都不会更换投资标的的问题。当一家公司开始出问题的时候，全国证券允许更换投资标的，但并不积极交易他们的投资组合。另一种变化是在《纽约时报》的广告中的一则广告所说的销售“保险信托凭证”。这些凭证代表了某些挑选过的保险公司股票，并出售给想要使投资多样化的投资者。实现多元化是因为保险公司准备金投资的多元化。在另一个计划中，艾契法案公司被用来创建一个类似于英国投资信托的机制。希望持有外国证券的投资者可以购买持有外国证券的艾契法案公司股票。第一联邦外国投资信托正是这样的公司，但这个概念没有真正流行起来。

另一种形式的投资公司发行面额凭证。这些在1900年以前就已经开始出现在市场上的工具是一种投资合同，发行人同意在到期时支付凭证面额给买方以换取约定好的分期付款投入。分期付款通常是在10~15年内每月支付5美元或10美元。投资者可以在较早时间以较少的金额提前赎回。面额凭证的变动方式在于分期付款或定期付款计划。这些主要是通过分期付款出售给小额投资人的那些被投资公司的收益。有些付款低至每月5美元。约翰·拉斯科夫（John J. Raskob），帝国大厦的建设者，同时也是促使民主党阿尔弗雷德·史密斯在1928年当选总统的主要领导人，就是推动小投资者参与这样的投资计划的推动者之一。拉斯科夫在1929年创建了一个投资信托，允许投资者通过200美元的头款作为保证金来以分期付款方式购买价值500美元的股票。余款以每月25美元方式分期缴付。投资信托基金持有的股票被用来保障这笔购买股票的借款。

持续买卖自己的证券并在今天的市场上占据主导地位的开放式共同基金，是1924年在波士顿创立的。“然而，在1927年之前，他们没有一个在投资公司领域是非常重要的。”[①] 第一开放式共同基金是马萨诸塞州投资者信托基金。

---

① U. S. House, Securities and Exchange Commission, *Investment Trusts and InvestmentCompanies*, H. Doc. 707, 75th Cong., 3d sess., 1938, p. 101.

这是爱德华 G. 莱弗勒的心血结晶。莱弗勒和乔治·帕特南于1925年成立了开放式基金投资公司（Incorporated Investors）。其股票由帕克—帕特—南丁格尔公司出售。道富投资公司（the Stato，Street Investment Corporation）由保罗·卡伯特、李察·索顿斯托尔和李察·佩恩于1924年成立。它于1927年成为一家开放式基金投资公司。该公司持续出售和赎回其股份。兑付金额是基于股票的净资产价值，减去通常为2美元的费用。这种结构只允许持有一级证券，并要求经理保持一定百分比的流动性证券资产，以满足兑换要求。

投资信托经常由投资银行家和大银行的附属证券公司支持与管理。美国国际公司（AIC）是第一次世界大战后由国家城市银行的弗兰克·范德利普（Frank Vanderlip）、奥托·卡恩（Otto Kahn）、詹姆斯·斯蒂尔曼（James A. Stillman）、赛勒斯·麦考密克（Cyrus H. McCormick）和其他几个金融家成立。AIC成立的初衷是为了补充国家城市银行的贸易融资活动。AIC最初是以私募发行的5 000万美元作为创始资本。AIC的股票中约2 500万美元提供给纽约国家城市银行的股东，另外2 400万美元给同意协助公司的个人，最后的100万美元股本是以优先股的形式由公司董事、官员和员工持有。这些被称为经理人持股的股票在英国和德国很常见，但在美国是少见的。公司创建了几家从事各种商业活动的子公司。这家公司并不是特别成功，当它在1923年转型成主要持有上市公司股票的多样化投资公司时，其资产下降到2 300万美元。

大型投资信托

基德尔—皮博迪公司（Kidder，Peabody & Co.）是20世纪20年代成立封闭投资信托的投资银行家之一。新英格兰棉纺公司出售资产换取购买其资产公司的股票，然后成为控股公司。之后棉纺公司出售了这些公司的股票，取得了大约600万美元的流动性资产。基德尔—皮博迪公司取得了棉纺公司的控制权，并将其转换为投资信托。公司更名为基德尔—皮博迪融资公司，由该公司向大众出售高级证券。该公司提供商业信用证、进出口融资，管理证券组合。它购买了大量由基德尔—皮博迪公司承销的证券。这个现成的市

场吸引了基德尔—皮博迪公司，并组织了其他投资公司，这些公司购买了大量的由基德尔—皮博迪公司承销的证券。这些公司包括基德尔合股公司、基德尔第二合股公司和基德尔第三合股公司。

威廉·瑞德公司的克拉伦斯·狄龙以前只是个销售员，他在 1916 年加入公司。在 1922 年，该公司更名为狄龙—瑞德公司，成为一家纽约的股份公司。狄龙是这家投资银行公司的负责人，在他的领导下，公司成长为华尔街的一家强大的企业。[①] 狄龙—瑞德公司于 1924 年创建了自己的投资信托——美国暨外国证券公司（USFSC）。到 1926 年，该基金持有的资产价值为 3 580 万美元。该投资信托有两类优先股和一类普通股。优先股支付 6% 的累计股利。配息凭证以 100 美元的价格出售给大众。这些凭证包括一部分第一优先股和一部分普通股。狄龙—瑞德公司购买了二级优先股和足以控制公司的普通股股份。其他股票被出售给克拉伦斯·狄龙和他的同事。

狄龙—瑞德公司出售其在 USFSC 的一些股票，获利超过 600 万美元。这个获利并不包含该公司为向公众销售 34 万股投资信托证券所获得的 100 万美元承销佣金。狄龙—瑞德公司在 USFSC 方面每一块钱的投资收益都比一般投资者高许多倍。相较于狄龙—瑞德投资的 510 万美元，投资大众投入的金额是 2 500 万美元。纽约证券交易投资机构多米尼克公司对 USFSC 的股票进行了联合操纵。狄龙—瑞德的委托人将期权出售给多米尼克公司。这些人因此能够利用他们从 USFSC 以折扣价购买的股票大肆牟利。狄龙—瑞德公司还发现了从这头“牛”挤奶的方式。它担任经纪人，并从 USFSC 收到价值不菲的购买证券的佣金。USFSC 通过狄龙—瑞德公司买卖了超过 4 600 万美元的证券。1928 年，狄龙—瑞德公司组成了一家名为美国及国际证券公司的新投资公司。它也是由狄龙—瑞德所控制。通过向公众发行股票，新投资公司总共募集了 5 000 万美元。仅仅为这家新公司筹资，狄龙—瑞德收到的佣金和联营管理费就超过 100 万美元。

---

① Dillon, Read & Co. became a partnership in 1942 and incorporated in 1945. Shareholdersin 1951 included Clarence Dillon and C. Douglas Dillon. Other members of the firm wereJames D. Forrestal, William H. Draper Jr. , and Dean Mathey.

高盛交易公司（Goldman Sachs Trading Corporation）是一家受人欢迎的投资信托基金，销售超过90万股。它成立于1928年12月，资本1亿美元。其中9 000万美元是由大众以每股104美元购买股票而募集到的。高盛交易公司股票很快就涨到每股136.50美元。5天后，其价格已经达到222.50美元。这是投资信托持有的资产价值的两倍。高盛交易公司的股票甚至达到每股326美元。高盛交易公司创建了谢南多厄公司，该公司以每股17.50美元的价格出售其股票。他们在第一天的价格翻了一倍以上，达到36美元。夏纳多公司（Shenandoah Corporation）反过来投入向公众出售总额为1.42亿美元证券的蓝岭公司（Blue Ridge Corporation）。蓝岭公司在1929年8月的资产总额为1.274亿美元。其他投资公司也开始把自己调整成控股公司。国家投资者公司（the National Investors Corporation）就被调整成作为其持有和管理的其他投资公司的控股公司。

莫霍克投资公司在1929年全力关注信托基金的投资。奥的斯公司于1926年以投资公司的名义创立了大陆股份公司经营投资业务。实际上它是一个风险资本基金，试图利用“特殊情况”获利，比如因为一家公司的所有者的死亡，因此需要以有利于合并或其他收购的价格出售股票。另一家大型投资信托是美国国际证券信托基金，这是一家1921年在马萨诸塞州成立的封闭式投资公司。该公司发行优先股和普通股。1914年在威斯康星州成立的美国投资公司发行普通股、优先股和债券，并将这些资本投资于一组多元化证券。1917年，该公司投资于短期债券和“一级股票”。到1926年，该公司广泛投资各种证券，并在一年内投资了100多家不同的公司。

投资信托滥用

20世纪20年代的美国投资信托基金与英国银行的信托基金的差别是英国公司一般建立长期持仓，并且不会积极地交易其投资组合。相较之下，20世纪20年代在美国形成的投资信托“是在投机欲望中建立，致力于资本增值而

不是投资回报。"[1] 虽然作为多元化投资的手段出售给公众，投资信托经常针对"某行业集中持股，从而使投资者面临他设法避免的风险。"[2] 许多投资信托只对股东进行投资策略的一般性描述，投资信托的实际投资组合有时对股东保密。事实上，这种管理类型的公司通常被称为"委托同盟"，因为股东并不知道基金管理人会选择投资什么样的股票。

还有其他滥用。发起者保有对信托基金的控制，并分配给他们自己的认股权证、选择权和其他期权，使他们可以从信托基金的证券交易中获得大量利润。投资信托被用作其发起者承销证券的倒货场。投资信托经常通过债券销售筹集资金，这增加了他们的杠杆，并鼓励用其他人的钱投机。投资信托还额外利用保证金购买股票，这使他们能够获得控制权并进一部扩大影响力。一些投资公司是由不负责任的人组成的。投资公司会在没有通知股东的情况下彻底改变他们的交易策略，并且发生了许多投资公司经营者自利交易情况。定期支付计划的销售费用从 17% 到 20%。整个投资计划的总费用可能达到 30%。小投资者有可能会被从一家投资公司"转换操作"到另一家投资公司。经销商让他们的客户出售一家投资公司的股份，并利用收益购买另一家投资公司的股份。这让销售员可以向客户收取"管理费"或佣金。

纽约证券交易所于 1924 年宣布其成员应避免参与没有投资保护的投资信托基金。纽约当局后来警告说，投资信托被用来欺骗投资者。一个州的副检察长断言投资信托"只是进行投机炒作的盲目资金池"。[3] 然而，在 1927 年尝试通过立法来规范投资信托的努力却在纽约失败了。几个州，包括加利福尼亚州和新泽西州，虽然通过了条例，但并没有能够阻止滥用。在理解到投资信托并非以与传统信托相同的审慎态度进行管理之后，投资银行家协会试图将"投资信托"这一术语废除并改为使用"投资公司"，后者最终被接受了。

---

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 339.

② 同上，第 348 页。

③ E. C. Harwood and Robert L. Blair, *Investment Trusts and Funds from the Investor's Point of View*, p. 30.

其他滥用

股票市场的侵权行为不仅限于投资信托。来自期货市场的贪婪投机者阿萨·卡顿（Arthur Cutten）在20世纪20年代将其业务移至华尔街，开始操纵股票价格。卡顿在牛市高峰时抵达华尔街，并买入大量蒙哥马利·沃德公司和大陆石油的股票。他把鲍尔温机车厂的股票价格从100美元炒高到265美元。据说卡顿从他炒作的股票上赚了1亿美元。杰西·利弗莫尔在20世纪20年代成为一个成功的股市投机者。利弗莫尔声称除非能获得10%的收益，否则他不会介入这项交易。利弗莫尔与卡顿和米迦勒·米汉一起在华尔街进行了多次操纵股价的联合行动。被炒作的股票包括史蒂倍克公司、齐尼思无线电公司、克罗格百货公司、国际电报电话公司、泛世通轮胎、本迪克斯飞机公司、阿彻丹尼尔斯米德兰粮食公司、美国烟草公司、吉伯尔兄弟服装公司、梅西百货、麦格劳—希尔公司、雷诺兹烟草公司、博登公司和克莱斯勒公司。

其他操纵市场的投机者包括查尔斯·托平（Charles Topping）和法兰克·布利斯（Frank Bliss）。参加辛克莱合并石油公司（Sinclair Consolidated Oil Corporation）坐庄同盟的投机者乔治·布林（George Breen）在1929年把科尔斯特无线电公司股票推涨了25美元。之后这只股票从95美元下跌到3美元。约瑟夫·肯尼迪从坐庄同盟和其他行动中获得了大量的利润。纽约证券交易所没有认为这些坐庄同盟是非法的，肯尼迪告诉他的朋友们，他们应该利用这个事实："我们最好在他们通过法律禁止之前介入！"肯尼迪著名的出击之一涉及了对一个空头攻击黄色出租车公司股票的阻击。空头们由切尔克出租车公司支持，肯尼迪则被黄色出租车聘请来打败他们。

曼哈顿供电公司是坐庄同盟的一个非成功案例。一位前德克萨斯州地区检察官是该坐庄同盟的成员，他损失了400万美元。一个由赫顿公司的本·史密斯和汤姆·布拉格管理的坐庄同盟持有阿纳康达铜业公司的股票。珀西·洛克菲勒、查尔斯·米切尔、威廉·杜兰特等向该坐庄同盟投入了3 000万美元。国家城市公司在以高价向客户出售超过100万股阿纳康达铜业公司股票后，获利2 000万美元。期权是许多坐庄同盟行动的中心。在20世纪20

年代，股票坐庄同盟通常从以高于市场价格购买某一个股票期权开始。然后坐庄同盟者开始驱动股价上涨，诱使他人购买。坐庄同盟产生了大量买入和卖出订单，以大的成交量缓慢推高价格。他们再利用虚假买卖和公关宣传将股价推得更高。他们到处散播一些关于公司前景的虚假谣言。当市场高于期权价格时，坐庄同盟者行使购买权，并且以高价卖出这些股票，以及在炒作期间获得的其他股票。在某些情况下，坐庄同盟者可能会在市场上卖出卖权。例如，为了引发兴趣，坐庄同盟经营者将把股票卖给个人，同时给予股票跌破特定价格时可以卖回的条件。这保障第三方免受损失，并吸引了市场的购买兴趣。

专业的公关人员同《纽约时报》《华尔街日报》和其他著名报纸的记者们一起发布新闻以推高股票价格。在利用报纸兜售股票方面，有一种称为“黄牛票”的做法很常见。这是在报纸专栏中，推荐读者购买某一个特定的股票。作者和他的同伙在报纸报道出刊前购买股票，然后在报道吸引大量投资者购买时获利了结。一个坐庄同盟的操盘手约翰·莱文森（John J. Levinson）在一年的操作中赚了100万美元。他负责管理对博格—沃纳、皮特尼·鲍斯和塞洛克特进行炒作的坐庄同盟。莱文森得到了罗利·柯蒂斯（Raleigh T. Curtis）的帮助，他在《纽约日报》上发表了题为“交易者”的专栏。柯蒂斯将“提示”他的读者莱文森正在炒作的特定股票。柯蒂斯为这项宣传收取了19 000美元。

国会议员菲奥雷·洛拉·瓜迪亚（Fiorello La Guardia）后来发现，牛顿·普鲁默（Newton Phcmmer），一个企业的公关者，为了在新闻媒体上刊登文章支持坐庄同盟的行动支付了近30万美元。其中一只股票是印第安摩托车公司。普鲁默安排在各种报纸，包括《纽约时报》和《华尔街日报》发表这些文章。普鲁默后来出版了一本书，其中他承认“华尔街利益团体系统性的贿赂金融记者”。普鲁默在超过700份报纸上买了超过20 000篇报道。[①] 其中，普鲁默向美联社报道的记者每周支付50美元让其持续报道，推升普鲁默和他的客户支持的

① A. Newton Plummer, *The Great American Swindle, Incorporated*, p. 81.

股票价格。另一位公关人士大卫·莱昂（David M. Lion）收取期权协助坐庄同盟进行公关运作。1928 年到 1930 年，他从这些期权获利超过 50 万美元。威廉·麦克马洪（William J. MoMahon）每周收取 250 美元以在广播中报道提高一个坐庄同盟操作股票的价格。由于他是经济学家，又是麦克·马洪金融研究所的主席，他的听众认可他。类似的，广播节目“老顾问”由哈尔西—斯图亚特公司赞助，经由广播兜售推升股价股票。另一种推高股票价格的方法是通过经纪公司的分支机构向公众发出宣传信函。

在新泽西州泽西市经营的华莱士公司出版了一本以每月 5 美元的价格出售给超过 12 000 名订阅者的通讯 *The Tape and Ticker*。该公司花费了超过 7 万美元的邮费和电话费来推广他们的企业用“营业室”。*The Tape and Ticker* 吹捧的股票之一是在纽约商品交易所上市的美国电力开关公司的 A 股。该股票的价格从 17 美元上涨到约 25 美元，但随后在交易所被下市。从某方面来看，在交易市场的交易是行家的游戏。投资银行家通常向“首选”客户提供潜在的热门的新发行股票。这几乎确保这些客户在股票正式公开发行给公众时获得巨大的利润。例如，美国航空公司在 1929 年 3 月以每股 200 美元的价格发行了 200 万股普通股。埃夫里尔·哈里曼（W. Arerell Harriman）和罗伯特·莱曼（Robert Lehman）两位公司董事会的成员，在这个热门股票正式发行之前，给他们的“特别朋友”——一个马球教练和一个邻居，以低价认购股票。

首选名单

摩根公司和德雷克赛尔公司使用了一个更加令人敬畏的重要人士的“首选名单”来分配热门发行股份。这包括阿利盖尼公司的股份，该公司将由 O. P. 凡·斯韦林根和 N. J. 凡·斯韦林根成立；股票通过纽约证券交易所的“即期发行”市场出售。该股票由摩根公司以每股 20 美元的价格承销，因为预期股价将大幅上涨，所以预先出售给知名人士。首选名单上的个人包括民主委员会主席约翰·拉斯科夫（John J. Raskob）；共和国全国委员会财务主管约瑟夫·纳特（Joseph Nutt）；海军部长查尔斯·弗朗西斯·亚当斯（Charles Francis Adams）；纽约州议会议长埃德蒙·马克堡（Edmund Machold）；美国

商会主席、美国律师协会会长赛拉斯·斯特朗（Silas H. Strawn）；和后来成为财政部长的威廉·伍丁（William Woodin）。这只股票在5个月内从每股20美元上涨到57美元。摩根公司首选名单上的其他个人是大都市人寿保险公司总裁埃克（F. H. Ecker），卡尔文·柯立芝，伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch），大通国家银行董事长艾伯特·威金，有自己的首选名单的国家城市银行总裁查尔斯·米切尔（Charles E. Mitchell），纽约证券交易所的高管理查·惠特尼（Richard E. Whitney），民主党总统候选人约翰·戴维斯（John W. Davis），威尔逊总统的财政部长威廉·麦卡多（Willian McAdo）和一位银行委员会的参议员，约翰·潘兴（John Pershing）将军和威尔逊总统战争秘书牛顿·贝克（Newton D. Baker）。查尔斯·林白（Charles Lindberyh）也在摩根的首选名单上。他的父亲是来自明尼苏达州的国会议员，他在1907年的恐慌之后被普约委员会以资金信托问题而调查。

公开发行为其发起集团、银行集团、中介集团和零售或销售集团提供了获得丰厚收费的机会。在承销的每个阶段，价格都被加码。参与组织新公司的投资银行家有时会取得“永久期权权证”，使得投资银行家“在未来任何时候，可以没有限制地以特定价格从公司购买普通股。”[①] 摩根公司从联合公司收到过100万股这样的权证。投资银行家经由他们的集团操作，确保销售额大于总体发行额，创造热门销售，从而支撑了股价。支撑股价的操作旨在将市场价格维持在一个人为水平。这些操作的效果是创造这个股票有一个稳定市场的幻觉，但当承销商在分销完成后停止支持市场时，价格就会下跌。高压和虚伪性销售方法被用于销售包销的股票。

股东权利正在减少。1927年，特拉华州允许其公司取消现有股东的认股优先权。这些权利让股东有权购买公司新发行的股票，以维持其比例投票权和所有权。特拉华州授权公司发行“空白”股票，让董事会在这些股份认购程序完成后设置投票权、优先权和其他权利。这些改变赋予管理层更多的权利去控制这个他们并不拥有的公司。

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 117.

商业银行主管和董事使用自己的地位和银行资金进行交易和坐庄同盟操作，这经常是通过操作自家银行股票实现的。大通国家银行董事长艾伯特·威金是最精通此道的人之一。他投入近2亿美元投资涉及大通股票的投机活动，同时他也参与了其他证券的坐庄同盟操作。威金通过交易操作获取了1 040万美元的个人利润，这经常是通过做空实现的。威金在两个星期的做空交易中获得了超过400万美元的利润。虽然董事长这么大量的出售自己银行的股票看来很不体面，但是威金后来声称他的做空是有道理的，因为当时股票的交易价格是“荒谬得高”。在此同时，大通证券公司正在向公众出售该银行的股票。

房地产

房地产是20世纪20年代的另一个投机来源。1925年佛罗里达州土地热潮吸引了许多投机者和骗子。马克思兄弟（Marx Brothers）的戏剧《椰子》（*The Coconuts*）是对很快就崩溃的那场热潮所引起投机行为的形象展现。威廉·詹宁斯·布赖恩（Willian Jennings Bryan）是佛罗里达房地产投机人之一。杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）参与了各种佛罗里达州的土地计划。他后来被一组投诉人控告了，要求超过100万美元的赔偿，他们的投诉内容几乎达到900页。土地投机也发生在北卡罗来纳州和加利福尼亚州。随着越来越多的摩天大楼出现，商业地产热潮在主要城市不断蔓延。许多商业房地产项目通过向公众出售房地产债券筹集资金。虽然房地产债券在1907年前就已经发行过，但是直到第一次世界大战之后才开始流行。1919年所发行的房地产抵押债券金额是5 000万美元。这个金额在1923年增长到5亿美元，然后在1925年又增长了一倍，到10亿美元。在20世纪20年代出售的房地产抵押债券与以前的房地产抵押债券不同，后者是由投资银行公司发行并保证的。20世纪20年代抵押债券的价值只由其背后的房贷在不同的优先等级上提供保障。

针对那些想要更多安全性的用户，市场上推出所谓的保证抵押贷款。这些抵押贷款最大的发行商之一是成立于1883年的泰托担保与信托公司（the

Title Guarantee & Trust Co.）。它向储蓄银行、其他机构和个人投资者出售了超过 20 亿美元的担保抵押贷款。有一些保险公司为房地产债券提供担保。保证抵押债券的条款各有不同。保证抵押可以覆盖整个房地产贷款或是只覆盖房地产贷款的一部分，或者投资者可以购买“集体系列凭证”，代表其持有特定金额及数量房贷中不可分割的一部分份额。某个集体系列凭证允许投资者以 1 000美元参与 122 种不同的抵押贷款。有时候，不同的公司会为其他公司发行的抵押贷款提供担保。例如，债券与抵押担保公司为泰托担保与信托公司发行的抵押贷款提供担保。

在 20 世纪 20 年代，一个大型抵押贷款公司是施特劳斯公司（S. W. Straus & Co.），其他抵押公司包括格林鲍姆（Greenebaums）、米勒公司（G. L. Miller & Co.）和美国债券和抵押公司。他们都声称是完全安全的。在 20 世纪 20 年代，施特劳斯公司开始提供只有商业房地产第二次和第三次抵押权的债券，后来开始销售只有“一般性抵押”和由次级抵押贷款担保的抵押信托债券。大量的抵押债券因为高估的房产而被发行，发起人使用债券支付土地和建筑物的价款，甚至利润。房地产债券通常由不可靠的财产评估所支撑，与财产相关的问题往往没有披露。由于这种不良行为和过度建设，抵押债券市场很快遇到困难。几个房地产债券公司破产，包括 1926 年的米勒公司、美国债券与抵押公司，以及帝国债券与抵押公司。纽约房地产证券交易所也破产了。该交易所位于东 41 街 41 号，拥有巨大的交易厅，并且建立了房地产抵押贷款公司和信托证券的上市规定。但它寿命不长，1929 年 10 月 1 日开业，在 1929 年股市崩盘之初就破产了。

第 3 节　1929 年的股市崩盘

投机的狂欢

20 世纪 20 年代市场上出现的乐观主义导致了投机的“狂欢”。书上声称商业周期和经济危机已是明日黄花。纽约证券交易所主席宣布，“我们很明显

地已经终结并完成了以往所知道的经济循环周期。"[1] 耶鲁大学教授欧文·费雪在 1929 年宣称，美国经济已经到达“永久高地”，而且股市应该要高很多。警告的声音被忽略了。在担任商务部长期间，赫伯特·胡佛曾警告说，随着市场的飙升，股市投机有危险。胡佛称，美联储的货币政策促进了信贷通胀："这些政策意味着通货膨胀必然崩溃，这将给我们的农民、工人和合法企业带来最大的灾难。"[2] 然而，1928 年，财政部部长安德鲁·梅隆向国民保证没有危险：美联储的成立意味着“我们不再是商业周期变幻莫测的受害者，美联储系统是疗愈货币萎缩和信贷短缺的解药”。[3]

纽约证券交易所的股票价格在 20 世纪 20 年代翻了一倍。1929 年 6 月 12 日，交易量创下 500 万股的新高。当年晚些时候有更大的交易量。道琼斯工业平均指数在 1927 年 12 月超过 200 点。证券价格在那一年增长了 37%，1928 年进一步增长超过 43%。1928 年证券价值增加了 110 亿美元，这是因为投机推动股价上涨到闻所未闻的水平。一些例子就足够说明这些情况。1928 年 3 月至 1929 年 10 月，通用电气股价上涨超过 250 美元。蒙哥马利·沃德的股价上涨超过 300 美元。第一国家银行的股价在宣布了发放 25% 的股息后上涨了 140 美元。那些价格上升到 8 000 美元的股票，仅在 1929 年 7 月的一天中就跳升 500 美元。

纽约证券交易所通过一批电话接线生提供交易与买卖价格。其报价来源包括约 25 000 种非上市债券和 30 000 种非上市股票。道琼斯工业平均指数在 1928 年扩大到 30 只股票。投机已经成为整个国家的活动。经纪公司在美国业余高尔夫锦标赛和大型酒店举行分公司开幕活动。经纪公司甚至为他们的客户安排投注。没经验的个人在股票市场上致富的故事是常见的事。据报道，一个速记员两天就在通用汽车公司的股票上赚了 15 000 美元。一个服务员从经纪人提供的“提示”中赚了 90 000 美元。一个经纪人的贴身男仆据说已经

---

① Winston S. Churchill, *The Gathering Storm*, p. 34.

② Eugene Lyons, *Herbert Hoover: A Biography*, p. 212. Hoover believed that "prosperitycould be centrally organized; it was simply a matter of intelligent cooperative group effort [and] national industrial planning." John M. Barry, *Rising Tide: The Great Mississippi Floodof* 1927 *and How It Changed America*, pp. 268 – 269.

③ Harold van B. Cleveland and Thomas F. Huertas, *Citibank*, 1812 – 1970, p. 162.

赚了25万美元。这些故事使投资者涌入市场。投资者被告知“在美国做牛市”。投资信托基金提供一种简单的投资方式。在1929年10月，据报道“在过去两个星期里，在股票市场上的投资信托活动比任何其他集团都多。”[1] 当时，大约有9亿美元的投资信托证券被销售给社会大众。

有几个大型的证券发行是由三洲（Tri - Continental）公司、阿利盖尼公司（Alleghany Corp.）和克鲁格—托尔公司（Kreuger & Toll）出售给大众。后者发行了5 000万美元收益率5%的债券。在1929年，超过150万个证券账户被用于交易或持有证券。实际上市公司账面转移的股票数量与纽约证券交易所股票交易数量的比较说明，大多数交易是短期交易。可以看出这是投机交易，而非长期取得资本增长和股息的投资。1928年交易量超过15亿股。纽约证券交易所每日交易量在次年达到1 000万股。一天的最高纪录是1 600万股。在1929年8月交易了近1亿股。1929年，纽约证券交易所交易量超过10亿股，所有交易所的合并交易量是18亿股。为了容纳这样的交易量，纽约证券交易所增加了25%的会员资格，并拓展了新的空间。纽约场外证券市场交易所也正蓬勃发展。1929年交易所一个座席的售价是254 000美元。

操纵

投机继续伴随着操纵。1929年，30多家银行向银团或坐庄同盟提供贷款。这些贷款总额超过7 600万美元。在同一年，纽约证券交易所有超过100只股票的发行价格由坐庄同盟操作。他们包括阿利盖尼公司、美国爱思公司、美国烟草公司、阿彻·丹尼尔·米德兰公司、本迪克斯飞机公司、伯利恒钢铁公司、博登公司、克莱斯勒公司、大陆罐头公司、寇蒂斯·赖特公司、泛世通轮胎、国际电话电报公司、克鲁格—托尔公司、克罗格百货公司、梅西百货公司、费尔普斯·道奇公司、皮尔斯伯里·富洛尔·米尔斯公司、雷诺烟草公司、西夫韦商店、史蒂·倍克公司和齐尼思无线电公司。其他坐庄同盟的目标包括蒙哥马利·沃德公司、标准石油公司和福克斯电影公司。纽约

[1] "Diversifications," *Wall Street Journal*, October 4, 1929, p. 9.

证券交易所福克斯电影公司的两位做市商因为与该股票的坐庄同盟操作联合，得到10 000美元。两位做市商中的一位声称，这是因为他对于“运行有序的市场”所做的工作而得到的“感谢”款。[①]

美国无线电公司（RCA）是一个更出名的坐庄同盟的目标。这项行动于1929年3月开始进行，由赫顿公司和M. J. 米汉公司两家经纪公司管理。后者是由纽约证券交易所RCA股票的做市商米迦勒·米汉所拥有，他在第一次世界大战爆发时曾经是剧院戏票的经销商。米汉开设了自己的公司，并在远洋客轮上开设经纪办事处，以便人们在出国旅行时进行投机。欧文·柏林是1929年在法兰西岛号列车上交易的人之一。到1929年，米汉的公司有超过100名员工，并拥有了8个纽约交易市场的座席。阿萨·卡顿协助RCA坐庄同盟。在一个星期内，超过140万股股票被坐庄同盟买入、卖出。RCA股票的价格急剧上升。参与者包括帕西·洛克菲勒、沃尔特·克莱斯勒、约翰·拉斯科布和威廉·杜兰特，以及RCA总裁的妻子大卫·萨尔诺夫夫人。总共有70个人在这个坐庄同盟，他们的利润有上百万美元。RCA股票坐庄同盟得到《纽约每日新闻》的一个专栏协助，帮其吹捧股票。RCA本身没有参与进行投机操作，这个股票有值得被投资的好理由。RCA在1929年的销售额为1.765亿美元，利润近1 600万美元。在电视和互联网之前，作为大众传播手段的收音机正在快速增长，1928年至1929年的销售量增加了近20万台。

保证金问题

杠杆是保证金账户提供的另一种投机工具。1929年大约有60万个账户进行保证金交易。该数量大约是这一期间开户量的40%。1922年，银行对经纪人的短期贷款额约为20亿美元。到1929年10月，此项贷款增加到超过80亿美元。当时，联邦预算刚刚超过30亿美元。这80亿美元的短期贷款“与美国全国169亿美元的国债相比，其规模令人印象深刻”。[②] 据说保证金交易者

---

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 48.

② T. H. Watkins, *Righteous Pilgrim: The Life and Times of Harold Ickes, 1874 – 1952*, p. 232.

“以与其数量极不相称的方式影响了国民经济”。[1] 银行业滥用联邦储备系统，通过该系统借用联邦资金。银行业一度以3.5%的利率从美联储借款，再以10%的利率把这些资金在短期市场上借贷出去。

纽约联邦储备银行的本杰明·斯特朗至死都认为，降低美国利率和货币价值可以阻止黄金从伦敦流向纽约，同时也将稳定国际金融市场。斯特朗——其钢铁般意志将成为美联储未来领导人的榜样——正在与英国中央银行行长蒙塔古·诺曼（Montagu Norman）合作维持扩张性货币政策，以推动英国恢复1925年的金本位制度。一场来自英国、法国和德国的中央银行主席会议在美国财政部部长奥格登·米尔斯（Ogden Mills）位于纽约的私宅举行。斯特朗代表美联储出席，他同意保持低利率。蒙塔古·诺曼代表英格兰银行与会。摩根公司的合伙人对斯特朗和诺曼哀叹道：“风起于青萍之末。我预见我们会得到旋风。”

斯特朗警告说，如果有来自于场外证券的投机压力，他所主张的纽约联邦储备银行继续采取扩张性货币政策可能会被华盛顿联邦储备委员否决。这个预见后来被证明是正确的，在1928年10月斯特朗因结核病亡故之后，因为股市投机接近高潮，整个货币政策变得不稳定。斯特朗曾经主张如果抑制场外证券投机需要加息，那就采取短暂、快速的加息措施。

胡佛总统要求纽约证券交易所限制因为市场繁荣带来的投机。纽约证券交易所之前已经宣布为保护公众客户而采行的15%保证金计划（a fifteen - point program）。它进一步将保证金率要求提高到17%，1929年提高到20%。而在此之前的保证金率曾是10%。联邦储备委员会于1928年开始增加融资利率，以遏制投机。1929年2月7日，理事会警告公众“国家的信贷被过多地投入到投机贷款中”。[2] 随着理事会和英格兰银行试图减少对投机者的信贷，市场开始下滑。融资市场利率从1929年初的12%上升到14%。3月下旬，利率上升到20%，但是更高的利率吸引更多的钱进入融资市场。国会议员亚

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 11.

② Gordon Thomas and Max Morgan - Witts, *The Day the Bubble Burst: A Social History ofthe Wall Street Crash of* 1929, p. 61.

瑟·卡普（Arthur Capper）指控华尔街正在吸取中西部银行支持本地企业所需的资金："那些西部银行家把他们百万美元资金投入纽约的融资市场，这些股票市场的赌徒可能正用整个国家的可用资源进行他们巨大的赌博，在过去几个星期他们的所作所为几乎就是犯罪。"①

联邦储备委员会抑制保证金交易的努力与既希望市场上升又不愿受监管的投机者们背道而驰。1929年4月3日，威廉·杜兰特会见了胡佛总统，敦促他阻止美联储限制股市信贷。杜兰特希望美联储降低贴现率，而不是提高贴现率。杜兰特对胡佛说明，美联储限制保证金信贷的政策将导致市场崩溃。胡佛不为所动。他在1929年4月警告要对抗股市投机，并开始出售自己的股票。总统要求美国纽约证券交易所领导人，同时也是摩根士丹利公司合伙人的兄弟的理查德·惠特尼遏制纽约证券交易所的投机行为。胡佛还建议立法拆分投资银行和商业银行的职能。

查尔斯·米切尔从国家城市公司晋升为国家城市银行总裁，这使得他在1929年担任纽约联邦储备银行的董事。联邦储备委员会继续努力冷却市场，但却受到纽约联邦储备银行和米切尔的争议的干扰。1929年，在美联储试图限制信贷之时，米切尔却罔顾联邦储备委员会的任何反对而宣布国家城市银行将提供2 500万美元贷款进入融资市场以提供流动性。米切尔称，如果融资利率达到16%，国家城市银行将提供500万美元贷款投入融资市场，且融资利率每增加1个百分点，就会额外投入500万美元。当时，第一国家银行正在向美联储借款，并将该款项用于短期贷款。其子公司国家城市公司，是美国最大的证券分销商。

尽管纽约联邦储备银行意欲抑制投机，但米切尔的声明可能意味着他背后的支持。纽约联邦储备银行担心，如果对融资市场施加过多的压力，有可能导致发生股市恐慌。仔细回顾，米切尔的行为还必须纳入其银行以15%的利率对融资基金进行贷款的事实一并考察，这样的利率对鼓励投机行为作用并不大。不过，华盛顿的联邦储备委员会还是格外关注他的行动。弗吉尼亚

① William K. Klingaman, 1929: *The Year of the Great Crash*, p. 156.

参议员卡特·格拉斯被米切尔的声明所激怒。参议员要求米切尔辞去纽约联邦储备银行的董事职务。格拉斯反对投机，并试图通过对持有少于60天的股票转让征收5%的税收来抑制做空。这项立法没有被批准。纽约证券交易所表示，参议员格拉斯的提议将导致全国各地的股市闭市。

华盛顿联邦储备委员会和纽约联邦储备银行之间关于如何处理短期融资市场和利率政策的争议“在整个重要的1929年几乎使货币政策瘫痪”。[①] 这个官僚主义的争论结果是，即使美联储是货币政策的中心，仍然无法阻止投机，而且事实上美联储破坏了整个市场的信心。“由纽约银行主导的5人委员会被由12个联邦储备银行行长组成的12人委员会所取代，纽约在这个委员会中扮演了一个不那么重要的角色。这种换牌的做法对于不作为与不稳定的政策更为有利。”[②]

联邦储备委员会下令提高利率的结果是经济发展放缓，但对投机者影响不大。即便是联邦储备委员会在1929年试图对银行施压收紧信贷以减少投机，短期拆借公司依然适时介入填补资金空缺，并向短期拆借市场供应资金。委员会根本无法控制这种信贷来源。到1928年，短期拆借公司提供了大约一半的股票经纪人所需的短期拆借贷款。这些公司发行证券募集资金，然后以高利率放贷给短期拆借市场。在1929年，短期拆借公司向短期拆借市场提供了大约70亿美元的资金。1929年9月，新泽西标准石油公司拥有9 700万美元的经纪人贷款余额。城市服务公司曾经保有4 190万美元的经纪人贷款余额，且在1929年累计发放总计2.85亿美元的短期拆借贷款。

崩溃

很难找出一个导致1929年股市崩盘的单一事件。利率不断上升，货币政策失于稳定，但真正的问题似乎只是市场过热，泡沫破裂。市场崩溃开始于1929年8月8日，当时美联储将其再贴现率从5%增加到6%。这使得市场随

① Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States*, 1867 - 1960, p. 255.

② 同上，692页。

着融资贷款利率上升而下挫。在美联储采取这个行动之后的1929年8月9日，大约20亿美元的股票出现价值损失。这似乎只是一个暂时性的挫折。道琼斯工业平均指数又恢复上升趋势，在1929年9月3日达到381.17点，这一水平在接下来的25年内再也不可企及。1929年9月5日，一位受欢迎的投资顾问罗杰·巴布森（Roger Babson）预测到了市场崩溃。他之前做过类似的声明但从没奏效，不过在他最后一次预测后，道琼斯工业平均指数下降了60点。该事件被称为“巴布森崩溃”。克莱伦斯·哈特里（Clarence Hatry）在英国所设计的大规模欺诈的曝光则使得市场愈加混乱。

1929年10月23日，市场开始了另一个急剧下滑。当市场开始暴跌时，短期拆借市场利率为9%。当时，经纪公司要求客户对他们的股票维持高达75%的保证金，但是保证金追缴产生大量的清算。1929年10月23日，纽约证券交易所的交易量超过600万股。10月23日的卖出导致市场下跌，从而导致更多的保证金追缴行为，这在第二天给市场带来了进一步的抛售压力。到了“黑色星期四”，1929年10月24日，“数百万股股票被倾销进任何可以销售的市场。没有人能明确获知实时的市场信息，因为纽约证券交易所的行情指示器对市场的反应严重滞后，显得完全无用，收盘交易直到晚上7:08才显示出来。”[①] 当天约有2 000万股股票在纽约证券交易所和场外市场抛售。

温斯顿·丘吉尔当时正巧在纽约，并且正在访问处于危机中期的纽约证券交易所。他记载到，“大量证券”以“旧价格的1/3和现有价值的一半价格出售，并且在很长时间内没有一个人可以足够坚强地拿回这些他们被迫提供的确定财富。”[②] 尽管丘吉尔发现交易大厅呈现出令人惊讶的平静与有序，但看台在他离开后就关闭了。就在那一天，大约100亿美元的股票市值随着市场暴跌而蒸发。美国历史上最具破坏性的恐慌正在发生。

星期四，纽约银行家齐聚摩根公司的办公室举行会议。出席人员有小乔治·贝克（George F. Baker Jr.）、摩根集团的汤马斯·拉蒙特（Thomas W. Lamont）、担保信托公司的代表威廉·波特（William C. Potter）、信孚银行的

① William J. Shultz and M. R. Caine, *Financial Development of the United States*, p. 633.

② Thomas and Morgan - Witts, *Day the Bubble Burst*, p. 359.

代表苏厄德·普罗瑟（Seward Prosser）、大通国家银行总裁艾伯特·威金、国家城市银行总裁查尔斯·米切尔。显然，小摩根（“杰克”）未出席，在老摩根要求大家停止恐慌后，银行家们仍然对1907年事件心有余悸。会议集体同意提供一批资金重整市场，从不同角度估计，资金总量大约从2 000万美元至2亿美元以上。10月崩盘期间，纽约证券交易所主席埃德蒙·西蒙斯（Edward H. H. Simmons）正在度假。交易所副总裁理查德·惠特尼接手了他的工作。惠特尼毕业于格罗顿公学和哈佛大学，并娶了范德比尔特的遗孀。他被委任为银行家坐庄同盟的买手。惠特尼来到美国钢铁在股票交易所大厅的座席，并慷慨地出价205美元购买股票——最后一个报价是195美元。惠特尼在他的突袭中购买了至少2 000万美元的美国钢铁和其他股票。总的来说，银行家们通过贷款和额外的证券购买对市场注入了高达14亿美元的资金，以阻止市场暴跌。虽然他们能够在短时间内稳定市场，但市场又再次衰败。银行家们拒绝继续支援市场。批评者后来指责银行家只是暂时支持市场，目的是以便有机会出售他们自己以及他们最看重的客户的头寸。

经纪人贷款在1929年10月24日之后的10天内下降了30亿美元。在摩根和其他银行家的救援工作之后的星期一，市场呈现更加急剧的崩溃，抛售数量超过900万股。“黑色星期二”发生在1929年10月29日，在纽约证券交易所交易的第一个30分钟内卖出300万股股票。当天纽约证券交易所的股票交易数量超过1 600万股。这一数值近40年中将再不会再达到。从1929年5月1日到10月29日，主要工业股的股价下降了约40%。道琼斯工业平均指数在仅仅两天（10月28～29日）的交易中下跌了23%。这一跌幅一直到1987年10月才被打破。1929年10月的股票损失约为500亿美元，超过美国参与第一次世界大战的花费。1929年9月在纽约证券交易所上市的股票总市值为900亿美元，在1932年降至160亿美元。1929年11月股市开始上涨，一直持续到1930年春天，但这只是一次疲软的复苏。

1929年12月，伦敦证券交易所发生丑闻，因涉及销售者的大量欺诈而导致伦敦市场下跌，资金从美国被召回。这导致美国市场的进一步不稳定。虽然道琼斯工业平均指数在1930年上升到接近300点，但之后开始下降，1932

年7月8日降至41点。“1929年买入的投资者必须等到1954年才能看到道琼斯工业股回到1929年10月高点”。[1] 股市崩盘对债券市场也产生影响。债券价格在股市崩盘后大幅下降。纽约证券交易所上市的四个主要债券交易量约为平日的40%。投资信托遭到股市崩盘的严重打击。两个附属投资信托基金——联合创始人公司（United Founders Corp.）和美国创始人公司（American Founders Corp.），是20世纪20年代最大的投资信托基金。美国创始人公司股票的价格在1929年超过30美元。而在1935年，它以每股不到38美分抛售。联合创始人公司的股票从1929年的75美元以上的高点下降到1935年的每股25美分。高盛交易公司损失了6 000万美元的资本和盈余，其股票在1932年的报价为1.75美元，大大低于326美元的高点。一些高盛贸易公司的股票有“嵌入式”期权，这要求公司在股价下跌时购买更多股票。蓝岭公司是从高盛交易公司独立出来的投资信托公司，该公司的股价在崩溃后从100美元的高点跌至3美元。到1932年7月，这些股票以63美分卖出。基德尔—皮博迪投资信托基金的资产在1929年的价值为8 500万美元。1931年5月，他们的价值仅为2 000万美元。

当早期投资的价值增加之后，许多小投资者已经通过保证金交易购买了更多的股票。这增加了杠杆，因为价格大幅下跌，他们被迫卖出股票从而加剧了市场下跌和并放大了他们的损失。大量的投资者承受着外国债券带来的损失，这些外国债券大都是投资银行家过度推销所产生的投资仓位。1927年和1928年，在美国承销的三笔秘鲁贷款总共售出9 000万美元。这些债券发生了违约。到1937年，这些债券售价低至22.50美元。其他进入美国市场发行债券的国家有古巴、玻利维亚、巴西和阿根廷。在市场崩溃后，这些国家的债券价格跌到其面值的7%或更低。

余波

尽管传说股市崩盘对纽约市的自杀率没有造成影响，然而，还是出现了

① Karen Damato, “The Next Century: Trying to Play a Market Crash,” *Wall Street Journal*, October 28, 1996, sec. C1.

一些此间的受害者。1929 年股市崩盘后的自杀者中有联合雪茄公司的总裁，他的公司股票的价格从 113 美元下跌到 4 美元。纽约州信托公司总裁詹姆士·赖尔登（James J. Riordan）在股票崩盘后含恨饮弹。身处纽约酒店的温斯顿·丘吉尔亲眼目睹了一个悲伤的投资者从自己窗外坠落。

无数的投资者在崩盘中破产，此中不乏一些更大的投机者。威廉·杜兰特曾在选举中对赫伯特·胡佛下注 100 万美元，也曾通过 1928 年的证券炒作赚取了大约 800 万美元。杜兰特在崩盘前开始抛出他的股票，但随着市场暴跌，他仍然损失了 4 000 万美元。杜兰特汽车公司继续运营了一段时间，但是创建杜兰特金融公司的努力失败了，杜兰特汽车公司随即解散。费雪兄弟也损失了数百万美元，《纽约世界晨报》（*New York Morning World*）的执行总裁赫伯特·斯沃普欠款约 200 万美元。据说亚瑟·库顿在市场崩盘中损失了数千万美元。

一些名流也在崩盘中损失惨重。欧文·柏林（Irving Berlin）破产了。崩盘后，演员埃迪·坎托（Eddie Cantor）欠款 30 万美元。他因在高盛投资信托基金的亏损，起诉高盛要求高达 1 亿美元的赔偿。这项诉讼后来和解了，也许是以少于索赔金额而和解的。格劳乔（Groucho）和哈波·马克思（Harpo Marx）是另外两个受害者。1929 年，格劳乔在市场上用他的个人存款投资了大约 15 万美元，同时使用保证金交易买了看涨期权。最后格劳乔不得不抵押他的房子，并动用自己的保险借款缴付保证金差额。他在出售掉证券之后，还留下了大量的债务。哈波·马克思是被约瑟夫·肯尼迪引入股市的。哈波以纽曼兄弟和沃尔姆斯（Newman Brothers &Worms）作为他的经纪人，到 1929 年时，他从其股票仓位中积累了大量利润。但哈波在崩盘中失去了一切。所幸查理·卓别林（Charlie Chaplin）在 1928 年离开了市场，故侥幸保住自己的收益。喜剧演员威尔·罗杰斯（Will Rogers）在崩盘前根据伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）的建议出售了自己的股票投资。巴鲁克自己却没有完全逃过市场崩盘，他损失了约 500 万美元，但仍有足够的资产维持其富豪地位。

即将步入自己荒野年代的温斯顿·丘吉尔，在访问纽约证券交易所之前，乘坐查尔斯·施瓦布提供的火车走访了加拿大。后来，丘吉尔和伯纳德·巴

鲁克乘坐巴鲁克私人列车一起去旅行。同这些金融巨头的结交显然使得丘吉尔觉得应该在美国证券市场挣一笔钱。这位未来的首相开始大量投机炒作美国股票。因为“你不能错过一个席梦思床垫”的广告，他特别中意西蒙斯的股票。丘吉尔更加印象深刻的是，他可以从收音机里听到他投资的股票报价，同时他在加州的每个重要酒店都能看到股票行情机。不幸的是，丘吉尔已经走到了市场繁荣的尽头。在股市崩盘期间，他一天内损失了近10万美元。丘吉尔不得不致力于写文章以改善其财务状况，但他继续“大声疾呼‘投机者的是生活美好的’”。[1] 丘吉尔的经纪人是胡特公司（E. F. Hutton Firm）的威廉·范·安特卫普（William Van Antwerp）。显然，就是这位威廉·范·安特卫普在1913年写了一本关于证券交易所定位的书。他的书中附有休斯委员会的报告，该报告谴责了1907年股市恐慌后的投机交易。[2]

因其证券投资组合在崩盘期间的跌价，科内利斯·范德比尔特三世（Cornelius Vanderbilt III）在一个小时内损失了800万美元。洛克菲勒的财富曾在20世纪20年代翻了一倍多。在1929年的股市崩溃期间，约翰·洛克菲勒试图通过购买100万股新泽西标准石油公司股票来稳定市场。他告诉大众：“萧条来过又走了。繁荣永不落幕，并会再度归来。”[3] 洛克菲勒声明，他购买普通股已经有些日子了，因为他认为经济还是健全的。事实上，洛克菲勒在某种程度上也是这样做的。在股市崩盘前他的大部分的财富是交给他的孩子与慈善活动的。当他剩余财富的价值从2 500万美元萎缩到700万美元时，他看起来有点财务危机了。与此同时，他的儿子小约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller Jr.）的净资产从1929年的10亿美元减少到1934年的一半，其年收入从5 600万美元下降到相对而言微不足道的1 600万美元。

明尼苏达州明尼阿波利斯的福希公用事业集团（the Foshay Utilities Group）在崩盘后破产。密歇根州弗林特联邦工业银行（Union Industrial Bank of Flint）被其几名雇员的欺诈行为累及受害。他们使用了超过300万美元的

---

① Rudy Abramson, *Spanning the Century: The Life of W. Averell Harriman*, 1891 - 1986, p. 299.

② William C. Van Antwerp, *The Stock Exchange from Within*.

③ Ron Chernow, *Titan: The Life of John D. Rockefeller, Sr.*, p. 654.

银行资金来炒作证券，并在市场崩盘时亏损殆尽。房地产债券市场甚至在股市崩盘前就下跌。超过 3 600 万美元的房地产债券在 1928 年发生违约。纽约房地产证券交易所受到致命的打击。包括美国债券与抵押公司和帝国债券与抵押公司在内的多家房地产抵押公司倒闭。另有许多房地产债券公司在 20 世纪 30 年代陆续破产。S. W. 施特劳斯公司是其中之一。它有超过 2 亿美元的债券发生违约，并在 1932 年被处置接管。该公司客户数目超过 60 000。

虽然有超过 5 000 家银行在 1929 年至 1933 年破产，大多数经纪公司却在崩盘中幸存下来。经纪公司们在 1929 年增加了 50% 的保证金要求。在市场崩盘之前，保证金要求高达 75%。这保护了经纪公司免于巨大损失。因为银行家和美联储决定允许银行接管来自客户的短期货币市场贷款，所以也对经纪公司产生了额外的帮助。美联储提供了完成转移所需的流动性，从而减少了在市场上抛售股票的必要性，并减轻了业已产生的灾难性压力。1929 年 11 月 13 日，美联储将再贴现率下调至 4.5%，借此进一步缓解危机。这并不是说经纪公司没有遭受任何损害。基德尔—皮博迪公司在 1931 年几乎破产，因此不得不向摩根公司请求救援。一个极具破坏性的破产事件涉及田纳西州纳什维尔的考德威尔公司（Caldwell & Co.），该公司创办于 1917 年，专门从事市政债券业务。它的破产拖累了大约 120 家银行，包括肯塔基州国家银行。由肯塔基州银行（Banco Kentucky Company）公司控制的路易斯维尔信托公司（The Louisville Trust Company）和证券银行（Security Bank）被迫关闭。肯塔基州银行的破产源自于几个滥用。一家名为韦克菲尔德公司（Wakefield & Co.）的经纪公司年营业收入低于 2 500 美元，竟然能从银行贷款超过 10 万美元。该银行的总裁詹姆斯·布朗（James B. Brown）之前曾欠韦克菲尔德 350 万美元。

高盛集团在崩盘后损失了数百万美元。由于对其持有的大量承销证券附有保障承诺，尽管后者的市场价格大大下降，高盛仍不得不以证券的分销价格收购这些证券。高盛的声誉因高盛交易公司的损失而严重受损。1930 年到 1935 年，高盛不再担任单一承销的负责人。崩盘也促使其他经纪公司改变其销售方式。克拉伦斯·霍德森公司（Clarence Hodson & Co.）承诺了一个“保

守”投资计划。它声称其投资方法是“老式的”，许多忽视投资安全的人都遭受了损失。巴雷特公司（G. E. Barrett & Co.）声称“真正的财富指数不是本金的市场价值，而是收益”[①]。崩盘之后，许多刊登在《纽约时报》的广告都开始宣扬安全、保障和收入。皮博迪—史密斯公司是发表这类声明的机构之一。

一些投机者避开了崩盘的影响。约瑟夫·肯尼迪在1928年开始抛售他的股票。如报道称，他偶然听到一个擦鞋童传达的市场提示，这让肯尼迪觉察到泡沫正在发生，最终会破灭。他的话被引述道：“只有傻瓜才持股等待最高的价格。”[②] 1929年夏天，约翰·拉斯科夫（John Raskob）在《女士家庭杂志》（Ladies' Home Journal）上发表了一篇题为“每个人都应该富有”的文章，他敦促小投资者每周进行15美元以上的证券投资。而同时，拉斯科夫正在抛出自己的股票。1929年的摩根公司并没有经历恐怖一幕。其合作伙伴缴付了大约1 100万美元的税收，在与德雷克塞尔公司（Drexel & Co.）合并后，其公司净值增加了超过2 700万美元。事情看起来对于没有参与市场的人来说应该没有这么糟，至少在开始的时候是如此的。1929年11月，西尔斯—罗巴克公司（Sears, Roebuck & Co.）宣布其销售额将创下新纪录。蒙哥马利·沃德（Montgomery Ward's）的销售额增长了。雪佛兰宣布其产量增长超过30%，但别克的出货量是“下降”（off）。[③]

第4节 银行业危机

胡佛总统向国民保证，经历过1929年的股市崩盘之后，再也不会有更可怕的事情了。确实有理由希望崩溃后的萧条不会持续太长时间。经济似乎在1930年初有所反弹，总统宣布最恶劣的状态已经结束了。而事实上，最恶劣的状态才刚刚开始。回升的经济很快就衰落了，国家已身处历史上最严重的

① *New York Times*, November 10, 1929, p. 10.

② Alex Groner, *American Business and Industry*, p. 290.

③ “Chevrolet Oct. Output Up 32%,” *Wall Street Journal*, November 2, 1929, p. 1.

大萧条。在 1930 年，超过 26 000 家企业破产。1929 年至 1933 年，美国的国民总收入下降了 50% 以上。平均的周工资几乎减少了一半。失业人数从 1929 年的 3.2% 上升到 1933 年的 24.9%。1933 年有 1 600 万人失业。由于批发价格指数下降了大约 1/3，出现了大规模的通货紧缩。1929 年至 1933 年，商品零售价格下跌近 25%，农产品价格下跌超过 60%。1932 年，农民的玉米收入只有 12 美分/蒲式耳，而小麦收入只有 40 美分/蒲式耳。棉花的销售价格还不到 5 美分/磅。证券市场也出现类似的大量通货紧缩产生的股票价格下跌。道琼斯工业平均指数在 1930 年下降了 1/3 以上。1932 年，道琼斯工业平均指数低于 60 点，这是从 1929 年 9 月的 381 高点跌落下来的。以纽约中央铁路股票为例，其股价从 1929 年的超过 250 美元跌到 1932 年的 9 美元以下。B & O 的股价从 140 美元跌到 3 美元。泛美公司（Transamerica Corporation）的股票从 1929 年的 67 美元下降到 1932 年的 3 美元以下。1932 年的国家城市银行股票在银行发布亏损 1 200 多万美元的公告之后又损失了近 500 美元。甚至 J. P. 摩根的净资产在 1929 年至 1932 年也减少了超过 50%。

银行破产

对银行分行的限制导致产生大量弱小的银行，他们无力应付经济疲软。即便是经营健全银行的生存也受到威胁。银行倒闭屡见不鲜。1930 年 11 月，超过 250 家银行倒闭。到 12 月，又有另外 350 家倒闭。1930 年共有超过1 300家银行倒闭。肯塔基国家银行是第一批倒闭的大银行之一。该银行倒闭触发了蔓延到其他几个州的一批关联银行的恐慌。这种恐慌导致存款人到银行挤兑，进而导致银行收回贷款并出售资产。这些资产的出售对市场造成进一步的下行压力。1930 年 12 月，美国银行（Bank of United States）（不要与 19 世纪的美国银行混淆）宣布它无力偿债。这是历史上最大的银行倒闭事件。这家位于纽约的银行拥有数量超过 40 万的存款人，被称为“压裤脚”银行。总存款金额约为 2.86 亿美元。美联储拒绝施救该银行。美国银行的破产，一般被认为是受其证券附属公司的活动影响，并且引发了其他银行的资金撤离。

1931年，超过2 000家银行破产。1932年，在美国每四个银行中就有一个银行破产。“具有讽刺意味的是，美联储的存在似乎只是为罢黜像摩根这样的大型私人银行在早期的恐慌中（如1907年）扮演提供流动性的角色。”① 然而，美联储似乎在危机中瘫痪了。赫伯特·胡佛敦促银行合作，以制止危机。1931年10月，国家城市银行接管了纽约的美洲银行（Bank of America），后者于1928年由贾尼尼（A. P. Giannini）的泛美公司收购，并成为一个国家银行。美洲银行成立于1812年，其存款在1931年损失了50%。当时还没有建立可以为存款人提供保障的联邦安全网络。“全国24 000家银行中的大部分是州立机构，基于48项冲突的、不足的甚至往往有缺陷的法律法规而运营。”②赫伯特·胡佛和财政部长安德鲁·梅隆（Andrew Mellon）试图促使私人银行建立一个500万美元的坐庄同盟以便支持陷入危机的银行。作为回应，几家银行在1931年10月成立了国家信贷公司（National Credit Corporation，NCC），向陷入困境的银行发放贷款。NCC是参考1910年根据《奥尔德里奇—弗里兰货币法》（*the Alarich-Vreeland Curreney Act*）创建的国家货币协会的做法而建立的。NCC试图令银行在各个联邦储备区组织协会。NCC通过发行可续期黄金债券筹集资金，并被授权可以发行高达10亿美元的债券。于是，该组织可以在必要时向其成员发放贷款。但此项运作并不是很成功，因为遇到麻烦的银行并不希望向其他银行同业承认自己有财务问题。此外，贷款金额是有限的。在停止运作之前，NCC只发放了大约1 000万美元的贷款。

复兴金融公司

胡佛总统意识到，联邦政府必须在日益加剧的危机中扮演更广泛的角色。在他的支持下，复兴金融公司（Reconstruction Finance Corporation，RFC）于1932年成立，旨在为私营部门的银行和其他企业提供资金。胡佛的目的是希

---

① David M. Kennedy, Freedom from Fear: *The American People in Depression and War*, 1929 - 1945, p. 69.

② Eugene Lyons, *Herbert Hoover*, *A Biography*, p. 24.

望 RFC 可以扮演类似第一次世界大战中战时金融公司（War Finance Corparation）的角色，进行经济管理和分配资本资源。RFC 获得了 5 亿美元的资本，并有权借用 15 亿或更多的美元。RFC 于 1932 年提供了 1. 18 亿美元的贷款。除了 200 万美元以外，所有的贷款都在 1937 年偿还了。RFC 的可贷款金额后来扩大到 105 亿美元，为对抗经济萧条，该机构最终会花费更多。为了向铁路公司提供信贷，一家铁路信贷公司成立了。因为银行将其资金大规模投资于铁路证券，RFC 向铁路产业提供额外的贷款。这使得人们担心若铁路产业破产，则会进一步危及这些银行。

RFC 的主席杰西·琼斯（Jesse Jones）曾是一位德克萨斯的银行家，在加入 RFC 之前，曾担任美联储的理事。他被授权向银行和其他金融机构放款。当然，RFC 也能向小企业发放贷款，但在萧条期间此类贷款只有少数额度。RFC 更倾向于购买银行发行的优先股、票据和债券以充足他们的资本。几千家银行获得了这种援助[①]，总金额超过 11 亿美元。贾尼尼公司是需要被援助的对象之一。RFC 将超过 7500 万美元的资本注入其旗下的美洲银行以维持该银行的正常运营。RFC 还在 1932 年至 1933 年为超过 1 100 个建筑及贷款组织提供了总额超过 1 亿美元的财务支持。RFC 向芝加哥的大陆伊利诺斯国家银行和信托公司（Continental Illinois National Bank & Trust Company）提供了 5 000万美元的资金。RFC 要求该公司加强管理，并处理超过 1 亿美元的不良贷款。RFC 向由知名的西部小说家赞恩·格雷（Zane Grey）的妻子所领导的另一家国家银行提供了援助。为了获得这些贷款，格雷先生和夫人抵押了他的小说和电影权利的未来版税。这种短期拆借成为 20 世纪末娱乐版税证券化的预演。

政府计划

胡佛总统还采取了其他措施来支撑经济。实际上，富兰克林·罗斯福政府后来实施的“几乎整个新政”都是从胡佛的计划中推演出来的。[②] 胡佛提

① John Donald Wilson, *The Chase: The Chase Manhattan Bank, N. A.*, 1945 - 1985, p. 16.

② Kennedy, *Freedom from Fear*, p. 85, n. 23。

议建立一个联邦住房贷款银行系统（Federal Home Loan BankSystem），协助房主处理抵押贷款。国会在1932年批准了这项建议。《联邦住房贷款银行法》（*the Federal Home Loan Bank Act*）旨在通过向房地产行业提供现金来挽救失败的储蓄和贷款机构。基于该法案，创立了12家联邦住房贷款银行，并向储蓄和贷款机构，互助储蓄机构和保险公司提供贷款。住房贷款银行向住宅支出水平低于20 000美元的家庭首次购房提供了按揭再贴现，贷款期限最长可达15年。住房贷款银行不能直接发放贷款。相反，他们扮演了提供房屋按揭贷款再贴现的角色。

《1933年房主贷款法》（*the Home Owners Loan Act of* 1933）授权联邦住房贷款银行委员会取得联邦储蓄和贷款机构的特许执照。财政部可以购买任意此类机构多达10万美元的优先股。这项立法被耽搁，其标准定得太高以至于完全没有执行效果。储蓄和贷款机构在大萧条期间严重受创。到1935年，储蓄和贷款机构损失了大约1/3的资产。到1940年，该组织的成员数量减少了大约5 000个。而有趣的是，在大萧条期间，只有8家互助储蓄银行破产。信用联盟（Credit unions）被证明是另一种强大的生命体。在20世纪30年代，信用联盟的数量增加了约8 000个。在大萧条期间，他们的资产从3 400万美元增加到2.5亿美元。

尽管具有巨大的资本和贷款权限，但事实证明，RFC在终止银行危机方面是没有效果的。1933年，有超过4 000家银行倒闭。1930年至1933年，银行倒闭的总数超过9 000家，占美国银行数量的1/3多，这些银行的存款总额超过8亿美元。RFC的作为受制于1932年颁布的要求RFC每月提交贷款报告的法规。当RFC在国会的坚持下开始公布接受这些政府贷款的银行公告时，部分银行声称此类公告导致破坏其存款人信心从而加速了他们的破产。因为取得RFC贷款的事情被看做是银行即将破产的征兆，这些银行遭遇存款挤兑，于是其他银行变得不愿向RFC寻求帮助。另一个问题是，银行因为预期会有储户挤兑而占据从RFC取得的贷款。总之，这些资金对促进经济复苏没有起什么作用。

银行挤兑

因为投资者信心的丧失所引发的银行挤兑造成了许多银行的破产。银行挤兑是一种“囚徒困境”。即使知道他们的提款会使其他存款人恐慌，让银行产生挤兑并导致银行的破产，个人储户仍会在最初发现银行可能破产的征兆时便将他们的资金提取出来。由于银行大部分的资产是低流动性的，只有排在最前面的人可以提取银行少量的可用流动性资产。如果每个人都只是正常提款，银行可以像以前一样继续。在早些年，银行可以暂停支付现金并发行票券以应对这场流动性危机。但此项选择已不复存在。内战时期立法对州银行票券的课税使票券无处藏身，此法案终结了票券的使用。这使得银行在面临储户全都想要立刻取回他们资金的冲击时完全没有应对能力。

挤兑从一个州开始，并迅速传播到另一个州。有一个后来成为高盛合伙人的家伙，光在银行挤兑的队伍中排队以便减少储户的位置就可以每天获得 5 美元的工资。电影《这是一场美妙生活》（*It's a Wonderful Life*）描述一个温暖的小镇故事，在一场储蓄和贷款协会的挤兑中，詹姆斯·斯图尔特（James Stewart）因为用常识平息了储户的恐慌而出名，但总体情况更令人震惊。芝加哥银行家们在 1932 年 6 月和 7 月的 6 天期间支付了超过 1 亿美元。犹他州的一位银行家马里纳·埃克尔斯（Marriner S. Eccles）指示行员以慢动作方式拖延付款给客户，用小面额的钞票并逐张清点后付给提款的客户。埃克尔斯后来被任命为美联储主席，任期从 1934 年到 1948 年。

1932 年 10 月，内华达州宣布全州暂停银行业务。银行问题蔓延到所有地方——孟菲斯、小岩城、墨比尔、克利夫兰、圣路易斯、旧金山、新奥尔良、堪萨斯城。银行倒闭最严重的城市是芝加哥、底特律和克利夫兰。底特律的联盟信托公司通过一些可被质疑的会计做法来掩盖其恶化的情况。该银行与纽约的国家城市银行和银行信托公司签订了“回购协议”。联合信托公司以夸张的价格将可疑贷款卖给这些公司，然后同意在会计报表期间结束后进行回购。这种策略掩盖了联合信托公司资产负债表上的损失。这种做法以后将被称为“停泊”。财务的戏法救不了密歇根州的银行。该州的银行系统在 1933

年2月完全崩溃了。[1]

在密歇根州破产的一个大银行集团是控股了其他40家银行的底特律银行家公司（Detroit Bankers Co.）。即使经济崩溃时，它仍分派了巨大的红利，这越发破坏了集团的金融稳定。由于拥有几家银行和信托公司的控股公司嘉德底特律联盟集团（Guardian DetroitUnion Group）的破产，灾难性的冲击变得更加严重。这家控股公司总共控制了10家国有银行、10家州立银行、7家证券公司和其他金融机构。亨利·福特（Henry Ford）和他的儿子埃德塞尔（Edsel）持有嘉德底特律集团的股票。虽然他们有义务承担两倍的股票债务，并且可能必须承受4 500万美元的损失，但两位福特拒绝为了让RFC向嘉德联盟集团提供能让这个集团营运下去的额外贷款而将他们的存款转为无优先权存款。亨利·福特曾被警告，他的拒绝将导致这个集团及其他在底特律的大型银行控股公司的破产。福特的回应是，“让崩溃来吧。一切都会沿着滑槽落下。但我觉得我还年轻。我可以重建这一切。”[2]

在嘉德银行倒闭后，密歇根州宣布银行歇业8天。这一举动及密歇根州其他银行的倒闭，再度触发了恐慌。储户的挤兑迫使爱荷华州和路易斯安那州的州长不得不宣布银行暂停营业。随即，银行挤兑在全国各地发生，银行一家接一家地被击垮。因为丧失对银行体系的信心，内华达州、纽约州及其他州也宣布了全州银行暂停营业。银行关闭时发生了资金短缺。私人公司与市政府发行了临时凭证（Scrip）以支付员工薪酬。在此期间临时凭证的发行量可能高达10亿美元。芝加哥的学校教师在连续10个月收到临时凭证后进行了抗议。代币和以物易物的支付形式屡见不鲜。连加拿大元和墨西哥比索也被用作流通货币。1932年2月3日，总统呼吁全国停止囤积货币。上校弗兰克·诺克斯（Frank Knox）被任命负责国家“反囤积”运动。此外，财政部长宣布出售票面利率2%、面额50元至500元的国库券。这些“小额债券”的发行目的是从囤积者那里拿到现金。

---

① Jesse H. Jones, *Fifty Billion Dollars: My Thirteen Years With the RFC* (1932—1945), p. 17.

② Benjamin J. Klebaner, *Commercial Banking in the United States: A History*, p. 133.

新政

富兰克林·罗斯福在银行恐慌时当上了总统。他反对“工业独裁”和“蒸汽驱动”的经济发展模式。罗斯福相信，那些盖工厂和开公司的家伙的好日子已经结束了。他们“在提供帮助的同时，更像是一种危险”。他宣称“凭伟大的宣传者或金融巨擘建立或发展的意愿而予取予夺的时代已经结束了。”[①] 罗斯福断言，“美国公民”希望得到国家财富分配中属于自己的公平的一份。我保证向美国人民提供新政、新协议，以及大家一直在等待的机会。”罗斯福在1933年3月6日依据《敌国贸易法》（*the Trading with the Enemy Act*）宣布国家银行暂停营业。总统在1933年3月12日的炉边谈话中向国家解释了他的行动。他告诉公众需要恢复对银行的信任。总统向全国保证，银行会在安全的前提下重新开门。

1933年3月9日，国会通过了《紧急银行法》（*the Emergency Banking Act*）。该立法旨在为联邦储备委员会提供恢复系统流动性的手段。法案授权RFC向银行提供额外资本。在经财政部审查并确保银行有偿债能力和经营许可之后，银行可以恢复营业。很快地，许多银行重新开业了。然而，银行崩溃的影响是具有毁灭性的。在新奥尔良，银行歇业后只有一家银行仍以先前机构的名义重新开业。危机在其他地方继续发展。1933年，银行业受命救援纽约市。摩根和其他投资银行家承诺提供超过5 000万美元帮助这个城市。更多的法案被发布。《1933年银行法》由来自阿拉巴马州的代表亨利·斯蒂格尔（Henry B. Steagall）和来自弗吉尼亚州的参议员卡特·格拉斯（Carter Glass）提出。《格拉斯—斯蒂格尔法案》确立了联邦存款保险制度，用以保护储户的银行存款，并保持对银行的信心，以防存款人挤兑。这项保险由联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC）管理，资本额为1.5亿美元。FDIC的股票结构分为A类和B类两种。A类股票由成员银行和非成员银行持有，B类股票由联邦储备银行持有。FDIC收取联邦储备系统

① Kennedy, *Freedom from Fear*, p. 373.

成员银行的存款负债的0.5%作为FDIC担保的基金。作为联邦储备系统成员的银行均被要求加入联邦存款保险公司。州立银行可以在申请获批后加入。最初，银行存款保险额只有2 500美元。

人们质疑联邦存款保险公司的安排是否奏效。在1907年的恐慌之后，有8个州建立了保证金约定，这种约定脱胎于19世纪的纽约担保基金。而在俄克拉荷马州，有了保证制度也不够，当地最大的银行在1909年破产。很多俄克拉荷马的银行引用国家章程以避免基于保证金的支付请求。其余的国家存款保证计划在1929年的市场崩溃后也失败了。但是，FDIC有更佳的信用和更多的资源。联邦政府担保就足以阻止对金融体系造成压力的银行挤兑。在FDIC创建后，银行倒闭的数量急剧下降。由于负债很少，基于FDIC保险对银行影响的评估甚至减少了。存款保险金额在1935年增加到5 000美元。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》还包含其他规定。如果银行忽略美联储增加保证金贷款的警告，法案授权美联储可以召回先前对银行的任意约定。这是国会为防止在此发生查尔斯·米切尔（Charles Mitchell）式的小插曲，后者在1929年曾经不顾美联储大力减少投机信贷的号召而擅自宣布国家城市银行将提供短期信贷资金。国会试图阻止银行支付活期存款的利息。这项禁令旨在阻止国内银行将其资金投资于短期拆借市场。而定期存款的利率由美联储决定。这种限制将对20世纪后期的银行和储蓄及贷款机构产生巨大影响。《格拉斯—斯蒂格尔法案》建立了一个由7个联邦委员会成员和5个储备银行总裁组成的联邦公开市场委员会。在此之前的1930年，开放市场投资委员会已被公开市场政策会议取代。该委员会有来自所有储备银行的代表，并且依据《1933年银行法》的法定授权进行公开市场操作。然而，公开市场政策委员会并不奏效，于是在1935年被联邦公开市场委员会根据《1935年银行法》取代。后者每年在华盛顿举行至少4次会议。除非依据美联储发布的规定，该法案禁止联邦储备银行参与公开市场操作。国会据此试图集中管理货币政策，因为在1929年的股市崩盘期间乃至崩盘之前，由于在华盛顿的美联储内部意见不统一，以及在纽约的联邦储备银行试图夺取政策控制权，货币政策曾经出现混乱。而联邦公开市场委员会则通过买卖政府证券来控制货币供给。

不允许开设分行的银行营运政策被诟病加深了银行危机，因为银行无法使其业务多样化。然而，《1933 年银行法》继续限制州际分行银行业务。各州能够决定位于其境内的银行是否可以有分支机构。国家银行可以在任何州银行被允许设立分支机构的地方设立分行。在 20 世纪 30 年代初，之前禁止开设且银行分行的 22 个州中有 12 个州修改了它们的法律，允许至少开设一部分分支机构，但是银行仍然不能跨州经营银行业务。20 世纪 30 年代银行大规模倒闭的另一个结果是废除了使银行股东承担双重责任的法规。该法规被废除的原因是为了使银行股更值得投资。然而，银行资本仍然短缺，RFC 也继续向银行提供资金。例如，1933 年 10 月，RFC 向制造商信托公司（Manufacturers Trust Company）注入了 2 500 万美元的资本。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》中包含了在 20 世纪的剩余时间里困扰金融界的其他条款。该立法寻求商业银行和投资银行的彻底分离运营。国家银行的力量已经受到内战期间颁布的《国家银行法》的限制。国家银行被允许从事“银行业务，并为该业务行使附带的权力”。1933 年的《格拉斯—斯蒂格尔法案》废除了商业银行经营除了“符合银行资格”证券以外的其他权益性证券业务的权力。具体来说，商业银行被禁止参与“不论批发、零售或通过集团参与股票、债券、公司债、票券或其他证券的发行、首次发行、包销、公开发售或分销”。[①] 历史学家始终不清楚国会为何会通过这项禁令。一项对 1855 年至 1936 年破产的 2 955 家国家银行的研究得出的结论中，证券活动甚至不在这些银行破产的前七大原因之列。据推测，《格拉斯—斯蒂格尔法案》要求职能分离是缘于美国银行的破产，美国银行拥有一个大型证券子公司——城市金融公司。银行两名最高级官员伯纳德·马库斯（Bernard K. Marcus）和索尔·辛格（Saul Singer）被控犯有银行业欺诈行为，后被送往新新监狱（Sing Sing prison）服刑。然而，证券子公司并未没有被认为是导致美国银行破产的原因，而美国银行最终在破产清算期间仍能对每个存款人的每一美元的存款返还 83.3 美分。美联储官员在《格拉斯—斯蒂格尔法案》听证会上作

① Twentieth Century Fund, *The Security Markets*, p. 84.

证说，尽管银行子公司遭到滥用，但美联储理事会并不主张禁止银行拥有证券分支机构。

对《格拉斯—斯蒂格尔法案》最有力的论据是格拉斯自己的主张，即美联储已经沦为“投资银行的系统”，而美联储的初心是创建一个没有投机的商业银行系统。格拉斯参议员担心，成员银行可以从事投机活动，而当其储备受损时，便使用合格的票据进行再贴现，并使用取得的额外资金以一个“迂回的方式”进行更多的投机[①]。这个立法的真正原因可能与查尔斯·米切尔漠视联邦储备委员会在大崩盘前遏制短期拆借的努力，从而造成国会的反感有关。米切尔的行为当然是为了使其掌管的银行的证券附属公司——国家城市公司受益。《格拉斯—斯蒂格尔法案》旨在确保银行关联公司的证券活动受到严格限制。银行附属公司被禁止“主要从事”证券承销和交易活动。该法律没有界定“主要从事”是什么意思。这一遗漏将为银行50年后重新进入证券业务埋下伏笔。《格拉斯—斯蒂格尔法案》没有禁止银行继续担任州政府债券承销商，银行可以继续经营美国政府债券业务。它允许银行为他们的客户购买和出售投资证券。该法案的根本诉求只是阻止银行本身买卖或承销证券。

投资银行家阵营分化

《格拉斯—斯蒂格尔法案》的通过意味着J. P. 摩根和其他投资银行家必须在他们的商业银行业务和公司承销业务之间作出选择。J. P. 摩根公司成为商业银行。它将投资银行职能分拆成一个新的实体——摩根士丹利公司（Morgan Stanley & Co.）。J. P. 摩根公司17名合伙人中的3人退出并另行成立摩根士丹利公司。他们是哈罗德·士丹利（Harold Stanley）、威廉·尤因（William Ewing）以及杰克·摩根的儿子亨利·摩根（Henry S. Morgan）。一些J. P. 摩根员工加入了新的摩根士丹利公司。摩根士丹利公司中其余的主管、董事和股东大多来自J. P. 摩根或纽约担保公司。尽管摩根士丹利应该独立于J. P. 摩根公司运营，但二者还是密切相关的。摩根士丹利公司最初注册

① R. Nicholas Rodelli, "The New Operating Standards for Section 20 Subsidiaries: TheFederal Reserve Board's Prudent March Toward Financial Services Modernization," p. 313, n. 17.

为公司，但在1941年改为合伙制企业，以便其有资格成为纽约证券交易所的会员。摩根士丹利公司专门从事高级债券业务，并担任普通股和优先股的承销商。

银行家信托公司（Bankers Trust Company）在20世纪20年代出售了超过1亿美元的旅行支票，但由于萧条期间跨国旅行骤减，旅行支票业务随之终止。银行家信托公司的证券子公司（银行家公司）随着《格拉斯—斯蒂格尔法案》的通过而被清算关闭。另一个受《格拉斯—斯蒂格尔法案》影响的大型投资银行子公司是纽约担保信托公司（Guaranty Trust Company of New York）。该附属公司在解散时，雇用有大约500人。有许多员工去了爱德华·史密斯公司（Edward B. Smith & Co.），后者之后成了史密斯巴尼公司（Smith Barney & Co.）。担保公司的一些高管分散至其他投资银行机构，包括拉扎德兄弟公司、基德尔—皮博迪公司、布莱思公司和摩根士丹利公司。担保公司的另一些高管加入到德赖斯代尔（Drysdale & Co.）旗下的投资银行公司。1934年国家城市银行清算关闭了国家城市公司，以便符合《格拉斯—斯蒂格尔法案》的要求。这家分支机构曾因股市崩盘而严重受创，其资产从1929年的约1.3亿美元下降到1932年的约2 100万美元。

股市崩盘使布朗兄弟公司陷入财务困境。1931年，布朗兄弟公司和哈里曼公司合并，成为布朗兄弟—哈里曼公司。到合并之时，布朗兄弟公司已经独立存在了一个多世纪。埃夫里尔·哈里曼（W. Averell Harriman）和未来总统的父亲普雷斯科特·布什（Prescott Bush），成为布朗兄弟—哈里曼这家新公司的合伙人。该合作公司从事商业银行业务和投资银行业务。当《格拉斯—斯蒂格尔法案》开始生效时，哈里曼—里普利公司（Harriman, Ripley & Co.）被成立用来从事投资银行业务。哈里曼—里普利公司中的大多数人来自布朗兄弟—哈里曼公司，但也有部分人是从国家城市公司招聘的。哈里曼—里普利公司在芝加哥、费城、波士顿和纽约设有办事处从事证券零售及承销业务。其中大部分业务涉及市政证券和设备信托凭证。1938年至1946年，哈里曼—里普利公司的股票由罗兰·哈里曼（E. Roland Harriman）和埃夫里尔·哈里曼以及他们的家人所拥有。1946年，该公司被重组，两位兄弟的持

股减少至43%的有表决权股票和97%的无表决权股票。

公平信托公司在股市崩溃后遭遇困境。洛克菲勒家族委任参议员的儿子温思罗普·奥尔德里奇（Winthrop Aldrich）管理该公司。他与大通国家银行（Chase National Bank）商谈合并，并于1930年完成合并。大通国家银行因此成为世界上最大的银行，资产超过20亿美元。在艾伯特·威金被迫退休后，奥尔德里奇成为大通国家银行的董事长。大通是接受RFC援助的国家银行之一。RFC购买了5 500万美元的大通优先股，但这只是一个短期危机。大通在三年内就赎回了这些股票。大通国家银行的证券附属公司大通证券公司在市场崩盘之前已经赚取了超过4 000万美元的利润。这个分支机构甚至在崩盘后通过收购哈里斯—福布斯公司而获益发展。哈里斯—福布斯公司本身是由“现代债券销售员之父”[①] 哈里斯（N. W. Harris）于1882年在芝加哥成立的哈里斯公司所转变而来的。哈里斯公司当时已经扩张到波士顿和纽约。1907年，该公司在芝加哥成立了哈里斯信托与储蓄银行（Harris Trust & Savings Bank）。大通证券公司在1930年收购了哈里斯—福布斯公司的股票，公司从而更名为大通—哈里斯—福布斯公司（Chase Harris Forbes Corporation）。大通通过这家公司开始涉足证券业务。然而，在《格拉斯—斯蒂格尔法案》通过后，大通被迫清算掉大通—哈里斯—福布斯公司，超过1 000名员工被遣散。

第一波士顿公司（the First Boston Corporation）是波士顿第一国家银行（the First National Bank of Boston）和大通国家银行的证券子公司中的幸存者。第一波士顿公司在与第一国家银行的商业银行业务脱钩后于1934年成为一家独立公司。之后，它有机会获取了哈里斯—福布斯公司名下的大通公司的商誉及股票期权。11名哈里斯—福布斯员工和7名高管加入了第一波士顿公司。哈里斯—福布斯公司其他被放弃的高管加入包括基德尔—皮博迪公司和菲尔德·格罗公司在内的其他投资银行。到1934年，第一波士顿公司拥有超过600名员工。该公司有一个以自己的账户进行交易的交易部门，以及市政部门

---

① *United States v. Morgan*, 118 F. Supp. 621, 645 (S. D. N. Y. 1953).

和公司债券部门。第一波士顿在纽约、波士顿、芝加哥、匹兹堡、克利夫兰、费城、旧金山和马萨诸塞州的斯普林菲尔德开设办事处。另一家公司，联邦证券公司（Union Securities Corporation），成立于1938年，在《格拉斯—斯蒂格尔法案》颁布后为塞利格曼公司（J. & W. Seligman Co.）处理投资银行业务。塞利格曼则继续从事经纪、投资咨询和除承销以外的其他证券活动。联合证券公司的承销业务逐步发展，成为“20世纪40年代的主要承销和分销公司”。[①]

在大萧条期间，大通国家银行经常接受无法偿付债务的公司股权。许多类似安排后来被证明是相当有利可图的。大通在20世纪30年代开始从事长期贷款。这是对“历史悠久的季节性借款”的一种变更。[②] 这种贷款做法的变化要求银行更多地依赖现金流分析，而非特定抵押品来进行信贷决策。银行建立了对公司客户贷款的“最优惠利率”制度。最具信用价值的企业客户可以最优惠利率借款，而对构成较大违约风险的公司则以较高利率贷款。最优惠利率成为20世纪30年代及以后较长时期内贷款利率的主要基础。大通将美国运通公司出售，后者是大通为了获得该公司备受欢迎的旅行支票业务控制权而在1929年收购的，美国运通公司的现金流和货币操作吸引了大通银行。在股市崩盘后，艾伯特·威金利用美国运通公司的资金在市场上进行投机交易，造成了巨大的损失。威金放弃了对美国运通公司的控制权以换取他在大通银行的股份。在1949年之前，威金仍持有美国运通近24%的股票。

进一步改革

1935年，众多的银行法案陆续被颁布。《1935年银行法》以联邦储备理事会代替联邦储备委员会。主席和副主席都被赋予行政管理权。理事任期定为14年，人数减少到7人。该法案还取消了包括财政部部长在内的美联储既定成员，这是一个谋求理事会更多自主权的步骤。该法案旨在强化联邦储备

① *United States v. Morgan*, 118 F. Supp. 680（S. D. N. Y. 1953）.

② Wilson, *The Chase*, p. 2.

理事会对国家银行的权力，不过依照定位的不同，对银行储备的要求也变得更有弹性。国家银行被允许经营10年期而不只是5年期的房地产贷款业务。这些举措却都没有让美联储在结束大萧条方面发挥任何有意义的作用。纽约联邦储备银行通过公开市场操作增加货币供应的做法被华盛顿联邦储备委员会叫停。美联储在1932年购买10亿美元政府债券的做法再次显得为时已晚。事实上，该做法被诟病为加大了通货膨胀风险，该风险是自战后德国经济危机以来持续困扰世界经济的幽灵。在那次的无效措施之后的很长时间内，美联储似乎完全风光不再。

1931年，在美国互助储蓄银行的投资组合中，超过50%由住房的第一抵押贷款组成。其剩余投资主要包括铁路债券、美国政府和市政债券，以及公用事业债券。随着大萧条的加剧，许多第一抵押贷款违约。《格拉斯—斯蒂格尔法案》没有提供联邦储备系统介入储蓄银行的机会。为在危机情况下向这些银行提供流动性，储蓄银行信托公司成立了。其资本由在纽约的储蓄银行提供，资金由RFC提供。该机构稳定了储蓄和贷款业务。即便如此，在20世纪30年代，还是有超过1 700个储蓄机构破产。为帮助无法缴付抵押付款的个人，国会于1933年创建了家庭贷款公司（Home Owners Loan Corporation，HOLC）。为避免丧失抵押品赎回权HOLC从持有人那里购买抵押贷款，并放宽抵押贷款的条件——延长到期日期和降低利率，这样他们就可以继续还款。为防止丧失抵押品赎回权，1933年至1936年，HOLC为超过100万所房屋的房屋抵押贷款提供了近31亿美元的资金。

根据1934年的《国家住房法》，联邦住房管理局（Federal Housing Administration，FHA）和联邦储蓄和贷款保险公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation，FSLIC）被创建。FHA通过保证对合乎法律规定的违约房贷全部履约还款来保护抵押贷款人。FSLIC通过向银行与存款机构提供高达5 000美元的存款保险来保护小储户。FSLIC的成员是取得联邦特许经营权的储蓄和贷款机构。州内的特许机构也可以选择加入FSLIC。FHA获得3亿美元的资本注入，并被授权发行由联邦政府担保的债券。1935年的《家庭抵押贷款救助法案》（*the Home Mortgage Relief Act*）提供了额外的资金支持，用以

减轻住房抵押贷款的压力。《联邦信用联盟法案》（*the Federal Credit Union Act*）于1934年颁布。在那之前，41个州已通过各自的信用联盟法规。《联邦信用联盟法案》授予国家信用联盟在全国的经营许可权。该法案限制信用联盟向任何非成员提供银行服务。联邦信用联盟的会员资格仅限于拥有职业或协会共同联系的群体，或限定在一个明确的社区或乡村地区的群体。多年以来，对于什么是职业或协会共同联系的定义范围被相当延伸了。

第5节 国会调查股市

危机加深

在1930年初出现的“小牛市”并没有持续很长时间。道琼斯工业平均指数在当年末下跌了超过1/3，随之而来的是破坏性的熊市。道琼斯指数在1932年7月8日跌至41.22的低点。这仅为1929年高点的10%。到1932年，纽约股票价值距离1929年的高点蒸发了超过740亿美元。纽约证券交易所的票据在1932年的销售额不足70 000美元，而在1929年这一数额超过60万美元。债券是另一个崩溃的受害对象，债券市值在1930年至1933年蒸发掉180亿美元。市场发行的大部分未到期债券都违约，其中包括超过10亿美元的“担保”抵押债券。商业票据市场也是受害对象。在20世纪30年代结束时，只有约2.18亿美元的商业票据尚未兑现。纽约证券交易所的卖空是否是市场下跌原因成为争论的焦点。1931年，前德国大使詹姆斯·杰拉德（James W. Gerard）攻击了全国广播电台的做法。1932年，卖空成为国会关注的焦点。参议院银行和货币委员会发现纽约证券交易所协同努力“削减股票市场上的证券价格”，对其进行了调查。[①]

胡佛总统会见纽约证券交易所官员，表示其担心在交易所经营的空头会伤害经济。总统警告说，如果纽约证券交易所没有改革措施，那就采用联邦

① “Congress Investigates ‘Short’ Selling Practices,” *Congressional Digest* 11, No. 12, p. 289.

立法。纽约证券交易所在此之后禁止低于最后报价的卖空，以便停止用于降低市场价格的缩减规模订单（scale - down orders）。英格兰银行宣布在1931年暂停黄金支付之后，纽约证券交易所发布禁令，两天之内不得卖出空头。而英格兰银行的停牌已导致欧洲各地股票交易所关闭。纽约证券交易所在改革方面做的其他努力效果有限。其官员之一，理查德·惠特尼（Richard Whitney）宣布其成员不得再参与坐庄同盟操作。专家经纪人被禁止披露自家账簿上与客户订单相关的信息。经纪人必须签署一份协议，保证客户的公平待遇。会员公司在借用客户证券前必须获得客户的书面授权。纽约证券交易所对“客户”交易的全权委托账户施加了进一步限制。这些客户是以经纪人身份购买和出售证券的（每位“销售人员”负责为某家公司出售证券）。纽约证券交易所禁止客户经纪人分享客户利润或担保客户免于损失。后一项协议使得经纪公司面临大额负债，并危及其他客户。

纽约证券交易所试图通过要求上市公司定期发表声明，进一步加强其监管，并要求投资信托公司公布其证券组合。1933年，纽约证券交易所要求对上市公司的财务报表进行独立审计。在此之前，只有约25%的纽约证券交易所上市股票公布了年度报告，而独立审计并非必需项目。纽约证券局总检察长办公室调查发现滥用，随后纽约州场外证券市场交易所要求非上市公司提交财务报告。州际商务委员会（the Interstate Commerce Commission）要求铁路公司公布年度资产负债表和其他信息。一些州，包括马萨诸塞州，要求年度资产负债表。即使有这些要求，在向投资者披露的过程中仍然存在许多漏洞，对于新发行的证券尤其如此。此外，会计准则也不尽一致。

1932年美国证券交易所的交易量约为5亿股。其中约75%是纽约证券交易所的交易。这还不到1929年全年交易量的1/3。纽约证券交易所会员账户的专有交易和交易商交易占总交易量中的绝大部分。不过，业务还在继续发展。1933年，共有超过6 000只股票发行并上市交易，债券发行量超过3 700只。1928年至1933年，证券佣金超过16亿美元。经纪公司通过它们持有的

资金获得了额外的3.25亿美元或更多的利息。[1] J. P. 摩根公司在1932年试图通过名为"星条旗永远飘扬"的广告支持债券市场，有30家银行承诺投入1亿美元购买高质量的债券，但质量较差的债券还是被弃之一旁。

1932年的《税收法案》首次对债券转让行为征收联邦税。1932年2月，纽约州州长富兰克林·德拉诺·罗斯福（Franklin Delano Roosevelt）通过立法，增加了股票转让税额。1933年，联邦证券税增加了一倍。纽约市在1933年宣布对所有股票销售每股课税4美分。这致使纽约证券交易所开始反击，为了避税，纽约证券交易所开始在新泽西州建立一个新的交易所。"约1 500个工人轮班工作，每班500人，建造贸易站和其他设施。"[2] 纽约当局随后让步，新泽西证券交易所被放弃了。

证券市场的坏消息接连不断。伊瓦尔·克鲁格（Ivar Kreuger）的国际帝国——"火柴大王"破产了。克鲁格在1917年创建的瑞典火柴公司控制了世界各地的火柴行业。1923年，克鲁格在美国创建一个子公司，即国际火柴公司（International Match Corporation）。李—希金斯公司在美国为该子公司提供大宗股票上市承销。其他发行接踵而至，总计达到约1.45亿美元。克鲁格的帝国扩展到包括银行、电话和报纸等产业，他成为财经界的英雄人物。甚至在1929年股市崩盘的前一天，克鲁格还出现在一本全国性杂志的封面上。在股市崩盘后，霍华德总统邀请克鲁格去白宫，听取他关于如何处理经济形势的建议。

事实上，克鲁格是一个骗子。在其他方面，他控股的克鲁格—托尔公司在纽约证券交易所上市了一宗大型的30年期5%利率的偿债基金黄金债券，这些债券本应由票面价值120%的证券抵押。债券出售后，克鲁格将原先用作债券担保的法国政府债券替换为没有什么价值的南斯拉夫债券。克鲁格之所以能够完成这种替代，是因为契约协议允许替代基于面值而不是市场价值。同样，克鲁格用他自行价值超过3 000万美元的证券购买瑞典美国投资公司普通股。事实上，这些证券价值大多是虚构的。克鲁格使用伪造的债券作为抵

---

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 6.

② James E. Buck, ed., *TheNew York Stock Exchange: The First 200 Years*, p. 150.

押品来支持他实际上摇摇欲坠的产业，他的帝国账户一直依靠造假存在。

在金融家开始质疑他的诚信之后，克鲁格精心制造了骗局来隐瞒他的计划。当佩尔西·洛克菲勒（Percy Rockefeller）来拜访他时，克鲁格多次假装被许多来自欧洲国家领导人寻求克鲁格建议的电话打断。这场景令洛克菲勒印象深刻，据传他曾说道："先生们，我们真的很幸运地与伊瓦尔·克鲁格做生意。"[①]克鲁格在股市崩盘后疯狂地忙于维系自己的帝国完整。然而，他还是被击中了，他的纸牌屋开始崩溃。克鲁格在1932年3月自杀，之后，他被发现从事了大规模的伪造和虚构账户交易。当火柴大王的帝国破灭时，其投资者也失去了一切。数百万美元就这么不见了。克鲁格的破产也毁了他的投资银行家李·希金斯。后者对克鲁格的帝国的索赔超过了10亿美元。克鲁格—托尔帝国真的是一个"盲目同盟"，因为克鲁格从不披露他的操作。事实上，他一向强调将公司的财务保密作为一种销售工具。

范斯韦林根兄弟的帝国的中心，阿利盖尼公司（Alleghany Corporation）的崩溃，是另一场灾难。范斯韦林根家族在1916年通过收购镍板铁路开始了他们在铁路上的投资。后来，兄弟们收购了切萨皮克和俄亥俄和其他几个铁路[②]的控制权，包括备被滥用的伊利（Erie）。然后范斯韦林根开始"有公司就投资公司，有投资信托就投资信托，有控股公司就投资控股公司"。[③] 投资者资金被用来支持通过他们的控股公司结构扩大这对兄弟的控制地位的杠杆。阿利盖尼公司在最顶部，下面就是范斯韦林根兄弟在J. P. 摩根公司帮助下组织的铁路控股公司。尽管他们的控股公司只拥有较低级别的公司的一小部分，但范斯韦林根保持了在金字塔顶部的控制。范斯韦林根兄弟通过这一控股公司的结构获得了一个庞大的铁路网络的投资控股权。范斯韦林根兄弟以100万美元的资本投资获得了美国东部铁路系统的1/4的控制权以及密苏里—太平洋铁路西南部的控制权。

范斯韦林根通过J. P. 摩根公司和其他公司出售了大约1.6亿美元的优先

---

① John Train, *Famous Financial Fiascos*, p. 66.

② U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 366.

③ 同上，第373页。

股和债券。其中一些证券由摩根公司按照“首先名单”分配给有影响力人士；在范斯韦林根的要求下添加到名单中的几个名字包括牛顿·贝克（Newton D. Baker）、斯蒂尔（K. D. Steere）、潘恩—韦伯公司（Paine Webber & Co.）的合伙人和律师约翰·墨菲（John P. Murphy）。范斯韦林根的庞大帝国一度价值30亿美元。他们持有煤矿，办公楼和里程超过20 000英里的铁路，包括纽约、芝加哥和圣路易斯铁路，密苏里太平洋铁路，切萨皮克和俄亥俄铁路，惠灵和伊利湖铁路，伊利铁路，以及霍基山谷铁路。因为大萧条，整个范斯韦林根帝国崩溃了。阿利盖尼公司的股票从1929年夏天的56美元下降到1933年的12.5美分。范斯韦林根兄弟在几年内破产并死亡，但阿利盖尼公司得以生存下来。

因为遭遇芝加哥英萨尔控股公司的失败，经济进一步被冲击。英萨尔最初是托马斯·爱迪生的秘书，之后通过英萨尔公用投资公司控制了一个公用事业帝国，这是一家控股公司，位于囊括100家控股公司和超过250家公司的金字塔的顶端。这个控股公司系统的另一个关键是芝加哥的联合证券公司（Corporate Securities Co.）。英萨尔控股公司结构中的一些子公司从最终的控股公司中移除了六个层级。英萨尔的控股公司包括在其旗下的4个公用事业系统，为美国提供超过10%的电力。该系统的合并资产价值为25亿美元。这个庞大的公司网络的破产震动全国。其投资者的损失总计数亿美元。

英萨尔破产后的调查显示英萨尔有他自己的首选名单。他们包括伊利诺伊州的副州长、几个州和联邦的法官、众议院议长和其他人。英萨尔和他的儿子被指控通过邮寄和电子欺诈向无经验的投资者销售无价值的股票，以及通过洗盘交易和虚构交易操纵股票价格。哈罗德·斯图尔特（Harold L. Stuart）和负责处理英萨尔承销的哈尔西—斯图亚特公司的其他8名高管、董事和员工也被起诉。英萨尔为逃避起诉逃到希腊。美国参议院批准了与驱逐英萨尔的希腊政府之间的引渡条约，英萨尔在一艘游艇上被抓获。国会迅速通过特别立法，在他刚到土耳其时便将其正式逮捕。英萨尔被遣送回美国，但后来所有对他的刑事指控都被判决无效。

国会调查

查尔斯·莫里斯（Law R. Morris）是一本关于金融危机成因的书的作者，他指出，1929 年的股市崩溃可能只是导致大萧条的一个相对次要的事件。[①]然而，当赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）指控富兰克林·罗斯福（Franklin D. Roosevelt）要为造成大萧条的崩盘负责时，联邦对证券市场的监管成为 1932 年的总统竞选的议题之一。毕竟，罗斯福是纽约州的州长，而 20 世纪 20 年代的投机狂潮集中在纽约。罗斯福自己就是一个投机者，他投资于野猫井[②]。石油作业、飞船、德国房地产（他用贬值的德国货币购买）和一些投机性的证券发行。尽管如此，罗斯福将胡佛的指控转嫁为对共和党人的反对。1932 年的民主党政纲寻求向政府提交股票和债券公告，并披露关于证券卖家的奖金、佣金、投资主体和权益的信息。

富兰克林·罗斯福在民主党大会的提名演说中，重点强调了“去金融的主体”（dry subject of finance）。他宣称有必要“让日光照在证券发行上……因为这是向投资大众出售的”。罗斯福反对华尔街的运动被民众普遍接受，而选举获胜则使他能够为美国公众实施“新政”。在他的就职演说中，罗斯福说，“不道德获取财富的做法被公众控诉，被人心和智慧所摒弃。”他攻击“出卖人类善良的规则”，但他向美国公众保证“搞钱的家伙已经从我们文明圣殿的高台上逃离。我们现在可以将那座庙堂恢复为亘古的真理。”[③] 随着 1933 年银行业恐慌，市场急剧下跌，总统的担忧随之加剧。纽约证券交易所于 1933 年 3 月 4 日星期六上午开盘交易，但是几乎立即被迫关闭。因为银行危机达到高潮，纽约证券交易所在 1933 年 3 月 4 日至 3 月 15 日持续歇业。

罗斯福寻求国会立法以建立对证券、商品市场以及银行的监管控制。罗

① Charles R. Morris, *Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen*, p. 73.

② 野猫井是美国的石油钻井行业俚语，通常指孤单的石油勘探井、或油气突然喷发的井。译者注。

③ Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and ExchangeCommission and Modern Corporate Finance*, p. 19.

斯福对国会说，“证券和商品的不受管制的投机是人为和无理的‘繁荣’中最重要的因素之一，这与1929年后的恶性条件有很大关系。”总统表述他的理念，“证券交易和商品交易是必要的，对我们的商业和农业生活具有确定的价值。然而，我们的国家政策应该是尽可能限制使用这些交易所进行纯粹的投机活动。”罗斯福寻求立法，“允许联邦政府管制证券和商品交易所的经营活动，以便保护投资者，保护价值观，以及在可能的情况下，消除不必要的、不明智的和破坏性的投机。”[①]

国会对股票市场崩盘的调查在罗斯福当选之前停滞。当菲奥雷洛·拉·瓜迪亚（Fiorello La Guardia）在警察护送下，后备箱携带着满满的文件来至听证室时，一切焕发了生机。后备箱里有一张已失效的支票，是公关人员纽顿·普卢默（A. Newton Plummer）用来支付报纸记者帮忙兜售股票的酬劳。然而，在罗斯福要求改革之前，国会并未积极寻求立法。参议院银行和货币委员会随后开始了对证券市场为期两年的调查。1933年，一位能干而积极的律师迪南德·佩科拉（Ferdinand Pecora）被指派为委员会的检察官。佩科拉是一个不徇私情的审讯者。尽管听证会有轻松的时刻，就像一个小矮人被放在杰克·摩根的腿上，证券市场的一些令人惊讶和不良的做法还是被揭露了。像普约委员会一样，银行和货币委员会发现，国家的财富正在“置于金融家的控制之下”。[②] 有700万人拥有美国公司的股票，但近90%的投资人拥有不到100股股票。百分之一的股东占有50%的股份。到1935年，0.1%的美国公司拥有所有公司资产的50%以上，并攫取了企业收入的50%。更惹眼的是，5%的美国公司拥有所有公司资产的87%。投资银行家持续控制大公司，尽管他们在这些公司只有相对较小的个人股份。

J. P. 摩根公司和其他金融机构的合伙人占据的董事人数继续证明他们对大部分经济的过度控制。J. P. 摩根公司和德雷克赛尔公司（Drexel & Co.）在大约90家公司中拥有120多个董事职位，资产近200亿美元。其中20个董事

---

① Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and ExchangeCommission and Modern Corporate Finance*, p. 29.

② U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 385.

职位是15 家银行和信托公司的董事会成员。库恩—勒布公司在 1927 年至 1931 年在40 多家公司中担任近 60 个董事职位，以及在5 家银行和信托公司的董事会中担任6 个董事职位。狄龙—瑞德公司拥有大量董事职位。艾伯特·威金统治着大通国家银行和大通证券公司，在包括阿莫公司（Armour &Co）、美国运通、西联、国际纸业公司和美国糖厂在内的各种公司担任了59 个董事职位。跨产业董事往往造成利益冲突。例如，在处理银行业务的公司董事会上担任董事的银行高管在向这些公司提供贷款时面临利益冲突。

国会还关注公司证券承销的竞争性招标。投资银行家往往对特定的商业部门拥有垄断权。库恩—勒布公司和 J. P. 摩根公司在美国处理了大多数铁路短期拆借。投资银行家正在接受“过度”的补偿，这些补偿是以期权支付给向他们推荐投资银行业务的人士的承销和引荐费。引荐费由库恩—勒布公司向路易斯德莱弗斯公司（Louis Dreyfus & Co.）支付，金额为45 万美元，费用占比为从智利抵押银行获得9 000 万美元承销的0. 5%。这些引荐费和大规模的承销利润鼓励证券发行，而罔顾证券的稳健性。证券行业的销售做法也被诟病。20 世纪20 年代，大约有250 亿美元的无价值证券被售予公众。这些销售之所以是“可能的，是因为许多承销商和交易商完全放弃那些公平、诚实和谨慎交易的标准，这些都是鼓励任何企业投资的基础。”[①] 人们“不得不把历史的书页重新翻回到南海泡沫时代，以此来幻想找到近乎安全的销售。”[②]一个住房委员会的发现，“诱人财富承诺让投资者很少或不会注意对任何证券的价值评估至关重要的事实。在这个最危险的企业中，最重要的规则变成高压销售而不是谨慎提供意见。”[③]

国会调查委员严厉抨击商业银行的投资银行子公司。诸如国家城市公司等附属公司已被银行用于“投机自己的股票，参与旨在操纵证券价格的市场操作，以及进行商业银行被法律禁止的其他操作。”[④] 商业银行将有兴趣投资

① U. S. House, H. Rpt. 85, 73d Cong. , 1st sess. , 1933, p. 2.

② 同上，第3 页。

③ 同上，第2 页。

④ U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong. , 2d sess. , 1934, p. 113.

的存款人介绍到其证券附属公司。银行员工甚至因为他们向附属公司推荐客户购买证券而得到销售证券的“服务津贴”。随后，附属公司向这些存款人倾销他们的证券。参议院银行和货币委员会指控这违反了银行对寻求非营利投资建议的储户的受托责任。这些活动并非无害。国家城市公司曾在1929年向其客户推荐交易阿那康达铜业（Anaconda Copper）股票。该股票随即以每股超过100美元售出。到1932年，该股票已跌至4美元。然而，近年来，历史学家认定，佩科拉的指控，包括那些针对国家城市公司和查尔斯·米切尔的指控是没有根据的。除其他事项外，实证研究表明，银行子公司的承销表现优于私人投资银行。但这可能不是一个合理的比较，因为投资银行也参与了很多有问题的承销活动。

到1931年3月，由塞利格曼公司和国家城市公司承销的约1亿美元的债券发生违约。银行附属公司出售的外国债券发行业务尤其令人担忧。投资银行家在1923年和1930年之间在美国出售了超过60亿美元的外国债券。国家城市公司在1927年和1928年为秘鲁政府办理了两个债券的发行出售，但没有揭露秘鲁的信用是有疑问的。穆迪将债券评级为“A”，之后降级为“Baa”。债券在1927年以96.50美元的价格发售；而到了1933年，其报价还不到8美元。国家城市公司在1928年为巴西米纳斯吉拉斯州发行了一宗债券，尽管该国以前曾拖欠法国贷款。这些债券由美国国家城市公司以97.50美元发售给美国投资者。债券在1932年违约，交易价跌至21美元左右。在同一时期，大通国家银行在与古巴政府开展业务时，向古巴总统发放了一些可疑的贷款，并由其证券子公司在美国为古巴发行债券。大通国家银行几乎没有披露古巴政府面临的财政困难和大通的利益冲突，利用古巴债券的发行从美国投资者那里获得了6 000万美元，而这些债券在1933年违约。还有其他未经充分揭露信息而在美国发售的外国债券发行业务，包括巴西共和国里约热内卢市的债券和智利抵押银行的债券。1934年，在美国约70亿美元的外国证券余额中，约30亿美元违约。到1931年，拉丁美洲债券贬值了75%。秘鲁债券更为糟糕，贬值超过90%。

内幕交易

公司官员的内幕交易让国会更加焦虑。在国会听证中“被挖掘出来的最丑恶的做法，是公然背叛了公司的董事和高管职位被赋予的责任，然后利用他们在这些职位的信赖与因为在这个职位所取得的机密资讯，去便利他们自己的市场活动。”[①] 通过官员、董事和“大股东们（虽然不是董事和高级管理人员，但对其公司有足够的控制权，这使他们能够通过别人无法获得的信息而攫取和获利）”，“不择手段地利用内线信息”的量级令人震惊。[②] 大通国家银行总裁艾伯特·威金特别会利用他在大通的职位和其他公司的董事来进行内幕交易。例如，当他得知他担任董事的一家公司发生了财务困难时，他会在向公众宣布该消息之前将股票出手。

各州对于禁止内幕交易束手无策。几个州认为，董事可以像其他人一样对公司的股票进行交易。纽约法院在1868年裁决的案件中作出了这样的裁决。[③] 这个多数意见意味着内幕交易是法律允许的。只有少数法院，包括佐治亚州和堪萨斯州的法院，禁止董事根据内线信息交易其公司的股票。联邦法院通过了一项“特殊事实”原则，要求董事或官员在其公司股票交易中披露具有特别重要性质的应予披露的事实。尽管如此，内幕交易还是发展迅速。国会还审查了其他侵权行为。国家城市银行往往在没有足够的抵押品的情况下向其高管和董事提供大额贷款。有时这些贷款无法被偿还。大通国家银行向其总裁艾伯特·威金控制的公司提供了1 180万美元的贷款。这些对高管和董事的贷款通常被用于投机。

参议院银行和货币委员会指责银行通过经纪人放款及对银团和银行业务的短期拆借等行为鼓励投机。威金在委员会作证说，大通证券公司和另一家子公司已经向控制证券价格的各种庄家资金池中投入超过8亿美元。投资信托是另一个令人关注的问题。委员会发现，控制投资信托的交易和运作的投

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 55.

② 同上。

③ *Carpenter v. Danforth*, 52 Barbour 581 (1868)。

资管理人违反利益冲突原则和信托责任。投资信托被用来倾销由公司控制人拥有的证券。一个投资信托—宾夕法尼亚铁路公司（Pennroad Corporation），被用来掩护宾夕法尼亚铁路战略物业不被竞争公司购买，而并非如其宣传所称为投资者提供一个多样化的投资机会。在国会听证会上还披露了一些其他肮脏的交易。国家城市公司在其被任命为纽约港务局（Port of New York Authority）的大额债券发行的承销商之后不久，向纽约港务局总经统提供了1万美元的“贷款”。贷款从来没有被偿还过，也找不到任何借据。

与证券交易有关的避税计划备受欢迎。未来的国防部部长詹姆斯·福莱斯特（James Forrestal）为了避免其收入被课税，利用他在狄龙—瑞德公司的职位投资各种外国公司。这为福莱斯特省下了约100 000美元。艾伯特·威金使用外国公司以及做空来避税。一种流行的方案是在税务年度结束时，向一名亲属（通常是纳税人的妻子）出售证券，并蒙受损失。证券将在下一年回购。汤马斯·拉蒙（Thomas Lamont）是J. P. 摩根公司的合伙人，1930年他向妻子销售证券造成了超过10万美元的损失。查尔斯·米切尔向他的妻子出售超过18 000股国家城市银行股票，造成近300万美元的税收损失。米切尔后来从他的妻子那里回购股票。这让米切尔即使大赚超过100万美元，在1929年也不需要缴纳任何所得税。当这种行为被曝光后，米切尔在国家城市公司的活动招致大量批评，被迫从国家城市银行辞职。虽然米切尔被起诉逃税，但他在最高法院上诉后被无罪释放。不过，美国国税局继续要求征收728 709美元的未缴税款加50%的罚金。最终，最高法院要求米切尔支付税款和罚金。下台但不出局的查尔斯·米切尔成立了自己的公司——米切尔公司（C. E. Mitchell, Inc.）。这家公司并未持续太长时间，因为米切尔决定加入布莱思公司（Blyth & Co.），在那里他被任命为董事会主席。

迪安·威特（Dean Witter）于1924年从布莱思—威特公司辞职，并成立了一家名为迪安—威特的新公司。在1928年之前，布莱思—威特公司仍旧以原公司名经营生意，在1929年则更名为布莱思公司（Blyth & Co.），并开始作为经纪商运营，但由于市场崩溃，经纪生意的生命很短暂。布莱思公司1930年进行了合并，成为一家投资银行。它建立了一个大型销售组织来分销

其所承销的证券。布莱思公司设有一个交易部门，以及处理证券承销协商的采购部门。在大萧条最糟糕的时期，米切尔的到任使得布莱思公司的资本增加了400%以上。

保证金交易

国会委员会审查了证券市场的其他缺陷，发现招股说明书存在大量的歪曲风险和遗漏信息。这些误导性文件由投资银行家散发，并经常在新闻上以简要形式刊登。国会仔细研究了1929年股市崩盘中保证金的作用。纽约证券交易所成员在20世纪20年代借出了50多倍于他们资本的保证金。宽松的信贷已扩展到其他经济领域。正如温斯顿·丘吉尔指出的，“数百万美国家庭的繁荣豢养了一个过度膨胀的信贷结构，现在突然证明都是梦幻泡影。除了全国范围的股票投机，即使是最著名的银行也被宽松的信贷政策所鼓舞，由按揭的房屋、家装、轿车以及众多家庭消费所构成的庞大的购买系统日渐壮大。”[①]

1929年6月20日，纽约证券交易所强制规定了25%的保证金要求；一些经纪公司的保证金高达50%。当银行在崩溃期间开始回收经纪人贷款时，股价因为销售压力而进一步下跌。纽约证券交易所并未着力于遏制保证金的滥用。然而，它确实为“发行时”的证券交易规定了保证金的要求。崩盘后保证金交易急剧下降。菲斯克父子公司（H. Fisk & Sons）在1930年宣布，不再处理保证金业务。1932年，短期同业拆借的未偿还贷款余额只有约2.4亿美元，低于1929年10月的80亿美元。然而，国会仍将保证金交易作为关注焦点。参议院银行和货币委员会将保证金交易定义为“用借款进行的证券投机”。[②]

关于保证金信用的争论涉及银行业“真实票据”理论。保守经济学家认为，银行应该只投资于自偿性强、可为产业销售融资的所谓真实票据或短期贷款。真实票据理论试图限制对商业交易的贷款，以限制通货膨胀和投机。这

---

① Winston S. Churchill, *Memoirs of the Second World War*, p. 21.

② U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 9.

一学说“主张仅对涉及实际商业交易的承兑进行贴现，以防止本票的扩张。”[1] 证券贷款不符合真实票据理论，被认为会致使信贷资金从工业及其他巩固经济的企业中抽离。真实票据理论认为，信贷应该“可以提供真正的业务需求，而不是投机活动”。[2] 这意味着从被资助的资产收益中支付的贷款是“好”贷款；而贷款给投机资产，如证券交易，为“坏”贷款。真实票据理论的作用是在经济繁荣期间增加货币供应量，并在经济衰退时减少货币供应量。“从1928年开始，真实票据理论所造成的危害是灾难性的……遏制股市投机活动的种种尝试使得货币供应的大门在1928年4月之后完全关闭了。[3]

国会委员会得出的一个结论是，经纪人有意愿基于其股票仓位的安全性向任何人放贷，因为市场的流动性允许经纪人在下跌的情况下快速卖掉股票。这鼓励了不合格者的投机。“受快速获利前景的激励，他们在没有足够资源保护的情况下建仓。当风暴开始，他们无助地被市场抛弃，因为他们的证券和储蓄被一场清算的洪流带走。”[4] 通过对上述事件和其他滥用的检视，参议院银行和货币委员会的结论是，如果没有政府监督，证券交易所将不会有效地监管其成员的活动。“在1928年和1929年的投机狂欢期间，股票交易所的监管当局没有付出足够的努力来遏制交易所的活动。相反，他们既没有阻止过分的投机行为，也没有向公众警告证券价值的过度膨胀，他们并不把这些举措当做自己职能的一部分。”[5] 参议院委员会及相关的众议院单位支持通过立法规范证券发行和对公众的销售。

证券立法

证券行业强烈反对罗斯福当局提出的证券法案。当时已成为纽约证券交

① Charles T. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, p. 62.

② U. S. House, Staff Report of the Subcommittee on Domestic Finance of the House Committeeon Banking and Currency, *Federal Reserve Structure and the Development of MonetaryPolicy*: 1915 – 1935, 92d Cong., 1st sess., 1971, p. 7.

③ 同上，第8页。

④ U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 9.

⑤ 同上，第81页。

易所主席的理查德·惠特尼（Richard Whitney）领导整个反对行动。罗斯福总统收到了超过5 000封的信件和电报，抗议对证券产业进行控制。这些大都是由惠特尼主导的力量所制作的制式信函。惠特尼自己向公司内部人员和股票经纪人发出了2 000多封信函，敦促他们反对制定证券法案。罗斯福总统说，他从来没有看到过这么有组织的反对立法的行动："大量看起来是同一来源的信函与电报涌入白宫和国会。"[①] 据说有1 500名说客被派到华盛顿进行反对证券法案的立法游说。然而，这些努力都失败了。证券行业的不法行为以及交易所无法或不愿处理不法行为的事实，使国会确信需要立法。结果国会颁布了一系列法规来规范证券业的大部分行为。这些法规至今仍然管辖着现存的股票市场。

第一个关键的立法是《1933年证券法》。某种程度而言，该法案是继《英国公司法》之后的典型法案，该法案要求公开发行证券的招股说明书，披露发行公司的相关信息。《1933年证券法》被认为旨在"要求新证券的发行方向投资者披露公平、完整和充分的信息，并对违反该要求的行为进行适当处罚"。[②] 该法律要求证券公开发行公司充分披露重大信息。它在"传统的买者自负其责之外，进一步要求'卖方也要谨慎'。"《1933年证券法》将"说出真相的责任放在卖家身上。使之理应做到推动诚实的证券交易，从而恢复公众的信心。"[③] 就像参议院银行和货币委员会所警告的，这项立法无法"保证任何证券现在的基础和未来的价值。投资者最终还必须通过自己的分析选择他认为适合的证券进行投资。"这个法律只是试图向投资者保证"他们可以取得足以理智地评估证券价值的完整和真实的信息，并保护他们对抗过往由不称职和不道德的银行家、承销商、交易商和发行人对他们进行有过失的和欺诈的行为。"[④]

根据《1933年证券法》，除非向联邦政府提交的登记声明包含对发行证

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d cong., 2d sess., 1934, p. 2.

② 同上，第150页。

③ U. S. House, H. Rpt. 85, 73d Cong., 1st sess., 1933, p. 2.

④ U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 153.

券的公司和其他重要信息（包括承销商费用）的完整和全面披露，否则向公众发行证券是非法的。登记声明所涵盖的证券发行人必须在提交登记声明20天后才能发行。这项发售必须附有一份招股说明书，向投资者进行充分的信息披露。《1933年证券法》禁止借由有价证券推荐收取费用。这是为了阻止通过付费新闻报道来进行股票的兜售。法定的讯息披露和20天的等待期被认为在“打击滥用在公众有机会适当的评估价值之前就快速完成销售的高度准备销售组织”方面是必要的。等待期也让政府有机会审查相关声明书并确保其符合监管要求。《1933年证券法》免除了某些证券的监管，包括联邦、州和市政府发行的债券，短期商业票据和一些特定的其他证券。

最初，《1933年证券法》由联邦贸易委员会管理，但这种情形持续不长。《1934年证券交易法》创建了证券交易委员会（SEC），并授权其管理《1933年证券法》和其他联邦证券法规条款。这个新机构是一个5人委员会，其成员由总统任命，并经参议院批准。虽然理查德·惠特尼声称应该由交易所来规范其成员的行为，但《1934年证券交易法》要求证券交易所应向SEC注册为国有证券交易所。交易所因此受到SEC的监督。除了创立SEC，《1934年证券交易法》要求在交易所上市及交易证券的公司完善当前的财务信息，并向SEC定期提交公开的报告。该法案授权SEC执行上述要求并建立会计准则。美国国会对委托请求进行了额外的监管控制，委托请求常常被公司控制人滥用。SEC被授权管理委托材料，并禁止委托请求中的欺诈行为。SEC遇到的一个问题是大量的股票是以“街道”名称持有的，也就是说，股票是以经纪人的名义持有的，而不是以实际客户的名义持有。这种安排阻碍了从公司到实际受益所有人的信息流动，并干扰了委托投票权。

《1934年证券交易法》要求“清理证券交易所存在的一些做法，这些做法使交易所无法履行提供一个让证券供需可以自由匹配价格而不被操纵或控制的公开市场操作的主要职能。”[1] 根据这项立法，国会禁止操纵股票价格行为。包括诸如洗盘交易、对敲报价和传播虚假谣言等行为。个人被禁止单独

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 81.

或与他人一起从事为提高或抑制价格或为诱使他人的购买或出售而进行实际或虚假的证券交易。该规定旨在停止坐庄同盟操作，“采取任何措施用来说服公众，证券行为反映了真正的需要，而不是海市蜃楼。”[1] SEC有权规范期权交易，从而使卖空受到监督。

华尔街认为联邦证券法是严厉的，但是对于其他人来说，这些法律还远远不够。在有关《1934年证券交易法》的辩论中，来自俄亥俄州的代表查尔斯·特鲁阿克斯（Charles Truax）特地对金融家们说了这样一番话：

> 我支持这个法案，因为它正“对”华尔街做些什么，而不是“为”华尔街做些什么。我支持这个法案，因为它会对那些吸人血的最血腥的敲诈团伙和吸血鬼做些什么……有人说这法案上有牙齿和獠牙。他们对我来说都太轻了。我将用铁甲，铜铆钉，浸泡了古印度最致命蛇毒的毒液且磨得锋利的矛头，去武装这个法案。[2]

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 54.

② *Congressional Record*, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 7: 7939.

第4章
金融监管

第1节 货币政策和大萧条

1929年股市崩盘后随之而来的经济危机几乎使这个国家崩溃。到1931年，有超过800万人失业。到1932年，这个数字又增长了50%。大萧条期间艰难困顿的故事在今天听来就像传奇一样。曾经的高管们在出售苹果，移民们在逃离农场，乞丐和流浪汉们居住在被称为胡佛村（Hoovervilles）的棚户区里，扒货车去找工作。雇用市场里雇主享有绝对权利。在萧条期间，甚至连纽约的百货商店也要求电梯运营工作人员至少拥有学士学位。到1933年，工业产出减少了一半多。美国的钢铁产量仅达到其产能的12%。美国有超过500个城市在进行以物易物交易，人们工作获取的报酬是食物和衣服。一些以物易物交易所还发行了自己的凭证。1929年到1932年，有超过8万家企业倒闭。仅仅在1931年，就有几近3万家企业倒闭，还有45万余家企业虽然还处于营运状态，但他们全部的营业赤字累计超过50亿美元。

因为需求放缓，亨利·福特（Henry Ford）也在1931年停止了汽车生产。1932年3月，福特汽车公司（Ford Motor Company）的反饥饿游行演变成了琉璃河之战（Battle of River Rouge），许多失业工人受伤，还有少数人遇害。福特汽车公司也遭受到损害。1932年，该公司亏损逾1.4亿美元。然而，在美

国公众中仍有一种看法，认为复苏即将来临。事实并非如此。到1933年，有超过50万个房屋抵押贷款的赎回权被取消。农业界的情况同样令人沮丧。1932年，每月约有2万个农场抵押贷款的赎回权被取消。在1916年至1928年去世前担任纽约联储银行行长的本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）认为联储的公开市场操作可以“逆周期地”稳定经济，但绝大多数的银行家都不认同他的观点。

货币政策和国际金融

华盛顿的联邦储备委员会（Federal Reserve Board）与区域储备银行之间的分裂导致了货币政策的无能，这使得在大萧条中联邦储备体系（Federal Reserve System）缓解危机的作用微不足道。正如胡佛总统所注意到的，联邦储备委员会被证明是“国家在危机时期不能依靠的部门”。[①] 在大萧条期间，只要利率稳定或下降，美联储就偏好什么也不做。储备银行的行长并不能“把握灾难的程度大小”。[②] 美联储在此期间除了不作为以外，长期以来其也拒绝相信“货币政策是促进经济稳定的有效手段”。[③] 在大萧条期间，货币被视为消极因素。这个观点在政府的政策上有所反映，并被认为扩大了大萧条的影响，而且阻碍了复苏。经济学家们仍在争论政府的货币政策是否应该为大萧条承担责任。这样一来，货币供应量在1929年10月至1933年3月下降了33%。胡佛政府宣布减税，但收效甚微。

虽然经济学家仍然在讨论关税高低的问题，但关税的增加致使国际贸易减少，在某些情况下甚至停止，这使得国际贸易的情况看起来发生了恶化。1930年，美国国会通过《斯穆特—霍利关税法案》（*Smoot - Hawley Tariff Act*），该法案规定的关税税率平均超过40%，较之前的税率增加了20%以上。

---

① U. S. House, Staff Report of the Subcommittee on Domestic Finance of the House Committee on Banking and Currency, Federal Reserve Structure and the Development of MonetaryPolicy: 1915 - 1935, 92d Cong., 1st sess., 1971, p. 7.

② Gary M. Walton and Hugh Rockoff, History of the American Economy, p. 528.

③ Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867 - 1960, p. 300.

这个进口关税在美国历史上也是最高的。《斯穆特—霍利关税法案》使得其他国家实施了互惠关税，这导致美国不得不采用进口配额，接下来招致了其他国家的进一步报复。世界贸易总量在1929年至1933年下降了约2/3。1934年的《贸易协定法案》（*the Trade Agreement Act*）旨在通过创建一种谈判进程来缓解这种情形，在这个进程中世界各国可以相互降低关税壁垒。这是贸易自由化的第一步，也是"关税贸易总协定"（GATT）的前身。但它并不能阻止大萧条的继续。

尽管约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）反对，在温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）和财政大臣的坚持下，英国在1925年恢复了金本位。但世界范围内不断扩大的萧条局面使得英国不得不在1931年放弃金本位。国际金融走势也为下一场世界大战埋下了伏笔。德国人一直在美国的金融市场上借钱，用来偿还英国和法国的欠款，英国和法国又反过来用这些资金偿还美国的欠款。1924年的道威斯（Dawes）计划旨在解决大战中的战争赔偿遗留问题，但它被证明是无效的。新计划试图对德国的债务进行重组，用债券置换德国的债务。按要求德国应每月付款直到债券期满。一个新的实体——国际清算银行（BIS）创设了，其作用是接收和监测这些付款。国际清算银行由获得赔偿国家的中央银行共同所有。由于法律上的限制，美国不能持有国际清算银行的股份，而是由一些私人银行代为持股。国际清算银行的存款投资于黄金、瑞士法郎或债券。

国际清算银行于1930年开始运作，其总部位于瑞士巴塞尔，之后成员扩大，包括其他几个国家的中央银行。国际清算银行的职能进一步扩大，能够为成员国的中央银行和国库提供成员之间的国际结算安排。国际清算银行建立了一个外汇结算机制，成员国之间可以发行证券而无须直接进行黄金转让。它旨在"促进中央银行的合作，为国际金融业务提供额外便利"。[1] 国际清算银行稍后在20世纪制定国际银行业监管政策方面发挥了较为核心的作用，但在强化德国信用方面并不成功。德国后来淘汰了金本位，这对美国的黄金库

① "The Bank for International Settlements," *The Economist*, May 3, 1997, p. 11.

存造成了较大压力。为了阻止资金需求，美联储提高了贴现利率，这导致债券价格下滑，进一步削弱了美国的银行。与此同时，德国的财政状况在继续恶化，年轻的阿道夫·希特勒（Adolf Hitler）趁德国经济崩溃之机，大肆攫取个人权力。

1930年，一家大型银行——波登信贷银行（the Boden-Credit-Anstalt）在奥地利倒闭，大约一年之后，奥地利最重要的商业银行——贸易和工业信贷银行（the Credit – Anstalt für Handel und Gewerbe）也倒闭了。匈牙利和德国的其他几家银行也都相继倒闭。德国宣布暂停政府间的救助义务。这触发了欧洲的恐慌神经，这种恐慌也影响到了美国，而美国的银行系统当时已出现了波动。其他国际问题也在涌现。1932年，英国政府成功地强迫该国公民将第一次世界大战中剩余的收益率为5%的债券置换为收益率为3.5%的债券，并且没有到期日。此后，市场利率上升，导致那些将贷款转换为债券的人损失了大部分投资。智利的外债出现了违约，包括欠国家城市银行（National City Bank）的2 000万美元。另外几个拉美国家也和其他许多国家一样出现了违约。1934年《约翰逊法案》（*the Johnson Act*）通过，该法案旨在禁止美国人购买任何对美国违约国家发行的证券。这榨干了在美国的国际融资，因为大多数国家都出现了违约。

金本位被遗弃

英国在1931年放弃了金本位。美国在几年后也同样放弃了金本位。囤积黄金在当时很普遍，大量黄金被用于出口。富兰克林·罗斯福（Franklin Roosevelt）在就职后利用《贸易敌对法案》（*the Trading with the Enemy Act*）的授权，禁止出口黄金。1933年3月，国会授权总统下令禁止囤积黄金。然后，罗斯福总统宣布将黄金库存国有化，并禁止美国人持有金条或金币。每个人最多可以持有100美元的金币、黄金持有凭证或个人饰品。那些向政府交出黄金的人每盎司黄金收到了20.60美元的纸币交还。但政府将货币大大贬值。到1934年1月，交还黄金的人已经亏掉了41%的投资。

政府从1933年10月开始购买黄金时就授权私人公司进行购买。其中一

家这样的公司位于纽约的帝国大厦，名叫美国黄金采购服务公司（the United States Gold Buying Service）。该公司对外宣称，其正在购买黄金"包括金牙和黄金牙托、戒指、手表等"。[1] 美国政府从公民那里接收了500多万盎司黄金。直到1974年12月31日，公民们除了珠宝以外不能再合法拥有任何黄金。黄金的国有化也有意想不到的效果，这为逮捕绑架查尔斯·林德伯格（Charles Lindbergh）儿子的人奠定了基础。赎金已经支付给了绑匪布鲁诺·理查德·豪特曼（Bruno Richard Hauptmann），豪特曼持有的黄金凭证序列号也已经被政府调查员记录在案了。豪特曼即使在罗斯福总统召回黄金凭证后继续凭黄金凭证支取现金。一名怀疑心强的加油站服务员记下了豪特曼的凭证号码，接下来豪特曼就被捕了。绑架者在史上最有名的一场审判中被判死刑。后来发现，豪特曼一直将赎金投资于股票市场。

国会在1933年通过了一项联合决议，该决议认为私人部门与政府签订合同中的黄金条款与公共政策冲突时则无效。调整黄金条款非常必要，因为政府正在计划减少美元中的黄金含量。黄金条款要求按照之前的重量和成色进行支付，这会给债务人造成困难。最高法院在"黄金条款"案中维护了国会。[2] 法院有点口是心非地认为，用黄金来对债券进行支付并非商品交付合约。相反，这些规定是为了支付钱款，因此在制定货币政策时受到国会权力的制约。在黄金条款案之后出现的问题是，持有人在购买应付债券时选择用外汇购买固定数额时是否会受到国会废除黄金条款的影响。显然，在棉花带上有大量此类债券，并且南太平洋的债券也有类似条款。最高法院认为取消黄金条款同样适用于此类外汇合约。

在佩里诉美国（*Perry v. United States*）[3] 的案子中，最高法院认定政府可以拒绝用黄金赎回自由债券。此处所指债券是第四自由贷款（the fourth Liberty Loan）的一部分。在美国，当前标准价值的金币是收益率为4.25%的应付

---

① R. Carlyle Buley, *The Equitable Life Assurance Society of the United States*, 1859 - 1964, p. 998, n. 30.

② *Norman v. Baltimore & Ohio R. R. Co.*, 294 U. S. 240 (1935).

③ *Perry v. United States*, 294 U. S. 330 (1935).

债券。最高法院认为国会不能改变这一兑换义务，但法院坚持认为此举没有造成危害，因为国内并无黄金市场。最高法院对铁路债券者作出了类似于黄金条款这样的裁决。尽管有这些裁决，1996年黄金条款的有效性仍然受到挑战，当时距离取消黄金交易已经很久。加利福尼亚州联邦巡回法院则认定，债券持有人不能在20世纪初就发行的铁路债券中强制执行黄金条款。法院认为，黄金条款不可执行，因为根据1933年通过的立法，用黄金偿还的债务也可以用法定货币偿还。

1933年有3个月，美国实行了浮动汇率。1933年7月，罗斯福宣布了一个"爆炸性"事件，即他不太重视固定汇率。当年9月，政府决定根据世界市场的利率设定官方黄金价格。1933年10月22日，罗斯福宣布将通过调整黄金价格来使得美元贬值。在炉边聊天中，罗斯福总统表示，复兴金融公司将购买所有在美国开采的黄金。1933年10月24日，总统宣布联邦政府将修正复兴金融公司购买黄金的价格。罗斯福认为，通过提高黄金成本，可以使其他商品的价格上涨。罗斯福的黄金固定会议并非正式会议。罗斯福总统一边在床上享用早餐，一边与代理财政部部长迪恩·艾希森（Dean Acheson）和复兴金融公司的负责人杰西·琼斯（Jesse Jones）确定了价格。罗斯福将三人通过床边会议确定的黄金价格记录了下来，并且在场的人都同意就此执行。罗斯福希望以这种方式确定价格，而非以任何给定公式，此举是为了阻止投机者投机。迪恩·艾希森认为，通过这种做法来实施货币政策对他而言太憋屈了，并且其合法性也存疑。他在此事和其他事件的分歧之后辞去政府职务，罗斯福在之后也拒绝正式任命他担任财政部部长。

复兴金融公司开始发行期限为90天的票据，该票据也可用黄金进行认购。黄金的初始发行价格为每盎司31.54美元，但通过发行复兴金融公司票据，逐渐上调至34美元以上。在罗斯福总统确定黄金价格之前，每盎司黄金价格仅为20美元。这导致美国的黄金库存大量累积，造成了储存问题，并形成了所谓的"流动性陷阱"。国会授权总统降低每盎司黄金的美元价格，以提高美元价值，同时发行了高达30亿美元的钞票，并采取了其他行动确保货币升值。《1934年黄金储备法案》（*the Gold Reserve Act of* 1934）正式取代了

《1900 年黄金标准法》（*the Gold Standard Act of* 1900）。该法案要求除经美国联邦政府授权之外，美国的货币不能兑换成为黄金。只有财政部部长才有权力买卖黄金。该法案旨在稳定美元汇率。它创设了一个 20 亿美元的基金，财政部部长可以利用这一基金来平抑波动。1935 年，这项权力被用来阻止法国法郎的流失。但胜利并不长久，一年之内，法国法郎不得不进行贬值。新的黄金政策确实导致了联邦政府的黄金库存从 1934 年约 82 亿美元增加到 1941 年的逾 220 亿美元。

白银的回归

随着《1934 年黄金储备法案》的通过，罗斯福总统决定停止固定黄金价格，并将黄金价格维持在每盎司 35 美元的平价水平。届时，因为政府的黄金采购计划和罗斯福总统对黄金价格的干预，美元贬值了约 40%。这使得白银又从坟墓中起死回生。1932 年，参议院银行（Senate Banking）和货币委员会试图让政府购买银锭，以平抑世界市场上由于“政府改造和融化白银”及在公开市场上处置金属带来的白银供应过剩。[①] 货币委员会希望政府使用白银凭证收购白银，以此增加货币供应量并刺激经济发展。但至少在一段时间内，白银风潮使得民粹主义运动有所恢复和复兴。底特律的法日尔·查尔斯·柯克林（Father Charles E. Coughlin）被称为“无线电牧师”，他每周进行无线电广播，呼吁白银货币化以提高其价值。法日尔·柯克林还想要使美国的银行系统整体国有化。与此同时，这个表面看起来无私的人却正在偷偷地投机白银。1934 年，财政部发布的白银投机者名单上就也包括了法日尔·柯克林私人秘书的名字。

1933 年，国会授予财政部部长在国内收购白银并将其转换成白银美元的权力。财政部将从销售收入中获得“铸币税”，也就是说，财政部可以从为银币支付的价格和银币实际价值之间的差额中获得利润。像过去一样，这种银币并没有变得流行起来，但在 1934 年 8 月白银货币被要求全国使用。总统要

① U. S. Senate, S. Rpt. 843, 72d Cong., 1st sess., 1932, p. 2.

求除了那些用于艺术（珠宝和餐具）和银币的以外的白银都转换成铸币。政府也被授权用白银凭证收购白银。1934 年的《白银采购法案》（*the Silier Purchase Act*）要求财政部长收购白银，并将政府货币存量按照 1 美元白银货币兑 3 美元黄金货币的比例进行兑换。总统也被授权在全国范围内推行白银货币，但其兑换价格也仅仅为 50 多美分一盎司。

1934 年 6 月，总统不得不要求补充拨款以支付由于执行《白银采购法案》而发生的费用。政府对白银投机利润征收了 50% 的税收，但随着价格上涨，政府对白银价格的控制引发了世界范围内对该种贵金属的投机。1934 年的《白银采购法案》却要求美国的商品交易所暂停买卖白银。"采购法案实施后的首个重要影响是关闭了纽约市的白银交易所，从而迫使所有的白银交易在美国境外进行。"[①] 正如参议院农业委员会指出的那样，1934 年的《白银采购法案》推动了白银离岸市场的销售，并摧毁了纽约本在世界领先的白银市场。委员会进一步抱怨说，财政部几周内在伦敦购买了 6 000 万盎司白银，这推动了价格上涨，并使外国投机者受益。联邦政府的白银采购计划甚至被认为使得中国政府不稳定了。

《白银采购法案》是为了平息民粹主义者而作出的努力，但从经济上来讲是不合理的。据说这项法案已花费了美国纳税人 15 亿美元，支出使交给白银所有者和生产者受益，总成本超过了政府支持农产品价格而耗费的成本。美国财政部在 1935 年停止铸造银币。然而，白银仍然承受到压力。1935 年，参议院农业委员会对此表示担忧，他们认为联储银行在 1934 年的《白银采购法案》下没有充分利用自己的权力购买白银。委员会表示，纽约联邦储备银行和其他联邦储备银行"是反对在我们的货币体系中广泛使用白银的敌人。"[②] 然而，到了 1938 年，财政部积存了约 4 万吨白银，价值约 15 亿美元。这么大的库存量造成了储存问题，该问题直到 1963 年将白银埋藏于西点（West Point）才得以解决，之后 1934 年的《白银采购法案》就被废除了。届时，政府已经拥有超过 32 亿盎司的白银。

① U. S. Senate, S. Rpt. 1191, 74th Cong., 1st sess., 1935, p. 3.

② 同上，第 2 页。

诺克斯堡（Fort Knox）

政府在不断积存的黄金上面临着越来越多的储存问题。《1934年黄金储备法案》导致国家的银行收集了私人部门持有的所有黄金和金币。财政部和战争部门随后开始寻找一个存储这些宝藏的地方。他们希望地点在该国中心附近区域，以便在发生入侵事件时能保护好这些黄金。政府希望选择一个位于军事基地的金库来作为进一步的安全保障。肯塔基州的诺克斯堡符合这两个要求。美国黄金储存机构（the United States Gold Depository）于1936年建成，耗资56万美元。第一批金属于1937年由40列火车、200辆铁路卡车装载运达。用于首次运输的火车上有全副武装的枪手，后面则跟着一列空车厢[①]。

政府干预

联邦政府一直在寻找杠杆或按钮来推动经济发展以摆脱萧条。联邦政府的直接干预虽然迟到了，但最终力量还是巨大的。胡佛总统于1932年签署了《紧急救助和建设法案》，法案规定要为有需要的人提供救济。资金配给形式为贷款，利率为3%，但还款最终还是被放弃了。复兴金融公司是政府干预经济作出的另一个努力。虽然旨在像第一次世界大战期间那样，为政府控制经济提供手段，但复兴金融公司实际上仅仅是胡佛政府一个胆小的尝试。富兰克林·罗斯福用做竞选的民主国家平台要求“大幅度”地减少政府开支。它要求平衡联邦预算，减少军队开支，在“所有危害”之下都保留“健全的货币”，同时政府也被从“私营企业的所有领域”中剔除[②]。罗斯福就职后，开始大规模干预美国经济和金融体系。然而，尽管投入了前所未有的支出，罗斯福在挽救萧条、阻止国家陷入贫困方面同样不成功。

新一轮政策旨在继续摧毁“货币霸权”和“高速发展的金融”[③]。华尔街对这次袭击及罗斯福政府对经济的干预和接管作出了积极的回应。金融家们

---

① The Patton Museum of Cavalry & Armor, *United States Bullion Depository*, p. 4.

② Robert T. Swaine, *The Cravath Firm and Its Predecessors*, 1819 – 1948, p. 450, n. 2.

③ Ellis W. Hawley, *The New Deal and the Problem of Monopoly*, pp. 322 – 23.

对美国将脱离金本位的决定倍感愤怒。1934 年，商界领袖组建了自由联盟（the Liberty League）来反对新政。华尔街的债券营销商，前司令员杰拉尔德·麦圭尔（Gerald McGuire）试图代表华尔街对政府进行军事接管。麦圭尔甚至声称准备好了 300 万美元用于资助白宫政变。资金由纽约股票经纪商格雷森·曼普沃斯特·墨菲（Grayson Mallet - Prevost Murphy）提供，据称其与摩根大通和麦圭尔公司都存在联系。麦圭尔计划组建 50 万人的退伍军人队伍来夺取华盛顿。少将斯梅德利·巴特勒（Smedley Butler）是两度获得荣誉奖章的退休海军陆战队成员，他将率领这场政变。密谋者们提议由另一名前美国军队的指挥官汉福德·麦克诺德（Hanford MacNider）担任新总统。也有人建议道格拉斯·麦克阿瑟（Douglas MacArthur）也可成为候选人。但目前还不清楚这种威胁是否严重。斯梅德利·巴特勒反对密谋，新成立的美国非美活动委员会（House Un - American Activities Committee）进行了一项调查，但调查徒劳无功。麦克阿瑟否认参与其中。

政府继续寻求解决危机的办法。《联邦紧急救济法案》（*the Federal Emergency Relief Act*）向各州提供资金用于紧急救济。联邦紧急救济局以援助的形式向国家和地方政府抽调了约 30 亿美元。复兴金融公司的作用进一步扩大。其被允许向州政府和市政府发放贷款，也向外国证券持有人放贷，同时通过农业部向农民发放贷款。1934 年，复兴金融公司向新授权的进出口银行投入了 1 000 万美元作为资本金，该银行旨在促进与苏联的国际贸易。早在 1933 年以前，复兴金融公司已经向苏联政府控制所有的实体机构苏美贸易公司（Amtorg Trading Corporation）提供了 400 万美元的贷款。这笔贷款允许苏联政府从美国的企业，包括休斯敦的安德森·克莱顿公司（Anderson, Clayton & Co.）购买超过 6 万捆棉花。罗斯福总统当时设立了进出口银行来促进与苏联的贸易。但《约翰逊法案》禁止政府向第一次世界大战期间及之后拖欠美国债务的国家提供贷款，这使得该银行举步维艰。因为苏联政府正是这样的债务人，它拒绝偿还 1917 年向美国借的 2 亿美元债务。

罗斯福总统同意苏联通过部分偿还和部分豁免来结清债务。进出口银行成立的初衷是资助苏联人在美国进行的采购，以此来偿还苏联的债务。但这项

协议从来没有达成一致，进出口银行也没有给予苏联政府任何信贷。其他国家也在寻求贷款，这样第二家进出口银行应运而生，该银行向除苏联以外的其他所有国家提供贷款，包括中国和古巴在内。进出口银行在1939年为西班牙的佛朗哥政府提供了1 600万美元的贷款，以资助该国购买美国的棉花。此外，该行也向意大利、波兰和捷克斯洛伐克提供了棉花贷款。

1933年6月在伦敦举行了一次国际经济会议，会议审议了汇率稳定问题。1933年7月3日，世界经济大会莫名其妙地被罗斯福的"爆炸性"消息所淹没，该消息宣称美国不会成为任何促进汇率稳定的缔约国，也不会回到金本位。[①] 英国、美国和法国后来同意一起努力维持相互之间货币的汇率稳定。英格兰为此建立了"衡准基金"。荷兰、瑞士和比利时后来也参加了这一稳定安排。但该协议并没能阻止法国法郎在1938年贬值。

军队的福利金

1917年10月6日通过的《战时风险保险法》(*the War Risk Insurance Act*)为第一次世界大战的退伍军人创设了保险体系。国会逐渐增加了福利，包括所谓的《福利金法案》(*the Bonus Law*)，该法案在1924年通过前被否决了两次。《福利金法案》规定退伍军人如在国内服役，每天可获得1美元，如在海外服役，每天可获得1.25美元。福利金的支付延期了20年，但同意支付4%的利息。约有350万名退伍军人收到了调整后的报酬证书，以反映其应得的服役奖金。这些证书通常在持有人死亡时支付1 000美元，如果持有人幸免于难，则可在1945年得到全额支付。但退伍军人因为大萧条而想要早点要到钱。他们想要拿到的总金额约为22亿美元，约为联邦预算的一半。

1932年，一个要求福利金的远征军部队在华盛顿游行，他们要求提前支付福利金。成千上万的退伍军人出现并支持这一建议。抗议活动开始无序之后，胡佛总统派出了由道格拉斯·麦克阿瑟(Douglas MacArthur)将军领导的部队，以驱散要求支付福利金的队伍。麦克阿瑟将军满怀热情地接受了这项任务，并

① David M. Kennedy, *Freedom from Fear: The American People in Depression and War*, 1929–1945, p. 155.

驱赶了他们位于国会大厦附近的阿纳卡斯蒂亚（Anacostia）公寓里的营地。驱逐造成了100多人的伤亡，其中包括两名死于军队释放的有害气体的婴儿。参加针对老兵及其家属的军事行动的人包括未来的将军德怀特·艾森豪威尔（Dwight D. Eisenhower）和乔治·巴顿（George S. Patton Jr.）。激辩仍在继续，1935年国会通过了针对第一次世界大战退伍军人的《福利金法案》，为此还特别印制了美钞进行资助。罗斯福总统否决了这个立法。第二年，国会通过了另外一个福利法案来作为回应，在这个法案中，支付将通过债券形式进行，债券将支付利息。罗斯福总统再次否决了这个立法，但被国会推翻。

《国家工业复兴法》

新政在其他地区也不能幸免。罗斯福政府建立了许多机构来使国家摆脱大萧条。《国家工业复兴法》（*the National Industrial Recovery Act*，NIRA）力图使政府和行业共同努力来实现经济复苏。

国家恢复管理局（NRA）由NIRA授权成立，旨在制定管理行业业务的行为准则。为了确保良好的行为得以推行，遵守NIRA守则的企业将获得为期两年的反垄断豁免权。"公平交易守则"（*the Codes of Fair Practice*）规定了生产限额、最高工时、最低价格和最低工资。工会有权与雇主进行集体谈判。NRA与NIRA的一起合作来制定行业公平竞争的规则。该规则经总统批准后，对行业有关的所有参与者都具有约束力。遵守规则的雇主在其业务中将获得一个蓝鹰徽章。

1933年，NIRA规则之一试图规范经纪公司的销售活动。该规则对承销和零售，销售人员监管和投资银行家注册作出了规定。虽然遵守这个规则是自愿的，但有近3 000家经纪公司和投资公司同意遵守该规则。最终，NIRA规则覆盖了高达95%以上的工业工人。美国企业采用了超过500种类似规则和近200条补充代码。即便如此，NIRA并不是特别成功。最高法院在所谓的病鸡案中也宣布此种规则违反宪法规定，对NIRA的家禽业规则提出质疑。[①] 在最

① *A. L. A. Schechter Poultry Corp. v. United States*, 295 U. S. 495, 550 (1935). 法院认为该规则超越了国会规范州际间商业的权力。

高法院的审判之后，产业界领导人努力自愿继续执行 NIRA 规则，但最终还是失败了。

由于最高法院驳回了罗斯福总统向国会提交的经济和金融立法案，罗斯福总统实施了一系列针对法院的计划。虽然这一努力没有成功，但他后来通过后续的任命获得了对法院的控制权。此后，最高法院不再愿意打破其他新政立法。公共工程管理局（the Public Works Administration）、土木工程行政管理局（the Civil Works Administration）、工程进度管理局（the Works Progress Administration）、紧急救济工作计划（the Emergency Work Relief Program）被创设了，它们旨在为失业人员创造就业机会。土木工程行政管理局在 1933 年成立，它提供了 400 万个职位。1932 年 7 月通过的《紧急救济和建设法》（*the Emergency Relief and Construction Act*）向国家和地方当局提供了 3 亿美元。

更多的救济机构

联邦紧急救济局向国家和市政府提供了 5 亿美元的紧急援助。它由哈里·霍普金斯领导，是工程进度管理局的前身，并很快就向美国约 10% 的人口提供了救济。工程进度管理局在其存续期间[①]花费了 130 多亿美元，为 800 多万人提供了工作。公共工程管理局拨款 33 亿元用于其计划。1935 年，罗斯福政府创建了一个国家青年管理局（National Youth Administration）为青年人提供救济。平民保护队（the Civilian Conservation Corps）是为提供救济和创造就业机会进行的又一个努力。政府试图通过在贻贝浅滩（Mussel Shoals）和哥伦比亚河（Columbia River）之间建立巨大的发电项目，使美国重返就业充足局面。田纳西河谷管理局（Tennessee Valley Authority）成立于 1933 年 5 月，其通过建设水坝发电和控制洪水来提供就业机会。1935 年，复兴金融公司通过向田纳西河谷管理局购买住宅和农场管理局的库存电力资源来提供援助。

1934 年，复兴金融公司进一步扩大了贷款权力，其可以通过长达五年的贷款向企业提供运营资金。复兴金融公司的负责人杰西·琼斯（Jesse Jones）

---

① Margaret G. Myers, *A Financial History of the United States*, p. 326.

并不认为复兴金融公司应该给企业提供超过其必要需求的资本金。他实施了严格的标准，据说任何可以通过复兴金融公司获得贷款的人本身就可以通过私人渠道获得贷款。然而，它还是在提供援助。1938 年，复兴金融公司从南方铁路那里购买了 1880 万美元的设备信托凭证，使得铁路公司可以购买新的铁路车辆和设备。这些证书允许铁路公司按分期付款计划购买设备。该设备的所有权被授予受托人，以保证担保人的利益。复兴金融公司总共向 90 多个铁路公司借出了超过 10 亿美元的贷款。复兴金融公司还将花费数十亿美元来支持银行业和其他美国企业。大部分救助是通过贷款形式，而其中大部分贷款已得到偿还。国家百货公司（National Department Store，Inc.）正是经复兴金融公司救助而获救的公司之一。

复兴金融公司创建了一家子公司——复兴金融抵押公司来为抵押贷款市场提供救助。它的使命是对大楼和其他接管的商业地产提供重组融资。这个经济部门需要得到帮助。到 1935 年，80% 的存量抵押房地产债券出现违约。纽约市房地产市场上有超过 20 亿美元的“担保”抵押和抵押证明出现违约。芝加哥又出现了 25 亿美元的房地产债券违约。复兴金融公司在 20 世纪 30 年代为担保和保险公司提供了援助。复兴金融抵押公司资助了联邦国家抵押贷款协会（Fannie Mae，房利美），该协会成立于 1938 年，旨在建立抵押贷款市场。市场上允许金融机构出售由联邦住房管理局（Federal Housing Administration）担保的抵押贷款。20 世纪 30 年代创立的机构和其他联邦机构都被鼓励按照定期支付利息的方式偿还抵押贷款的部分本金。为了减轻每月还款的压力，贷款期限也得到了延长。

社会保险

1938 年《紧急救济拨款法案》（*the Emergency Relief Appropriations Act*）为公共工程提供了 37.5 亿美元的拨款。用富兰克林·罗斯福的话来说，这是为了刺激经济复苏。关于政府开支的若干提议未获通过。美国医学协会挫败了创建联邦医疗保险的努力。该协会通过警告“公费医疗”的危险来证明这一点。其他的社会主义计划也正在进行中。厄普顿·辛克莱（Upton Sinclair）

在 1934 年度竞选加利福尼亚州长时谈到了“加利福尼亚贫困终止计划”。西尔维奥·盖塞尔（Silvio Gesell）倡导了一个计划，在这个计划之下，政府使用印章货币，这将使得货币持有人更快地消费。弗朗西斯·汤森博士（Dr. Francis Townsend）提出了一个减轻老年人生活困难的计划。他的老年循环养老金计划每月支付 200 美元给所有的不能工作的老年人，只要他们同意在收到钱时马上进行消费。他建议通过 2% 的交易税来为这些支出提供资金。路易斯安那州的参议员休伊·朗（Huey Long）提出了自己具有煽动性的“分享财富”计划。朗想保证每个家庭的最低年收入达到 2 500 美元。美国的每个家庭将再会收到额外的 5 000 美元用于购买房子、汽车和收音机。资助这个计划的钱来自于没收富豪的遗产收入，如洛克菲勒（Rockefellers）。

这些计划被放弃，取而代之的是伊士曼柯达公司的财务主管马里恩·佛森（Marion Folsom）起草的《社会保障法》（*the Social Security Act*）。该立法开创了由雇主和雇员上缴的税收支撑起来的联邦养老金制度。退休工人从 65 岁开始收到钱。《社会保障法》还为盲人和未成年子女提供了额外的援助。第一份社会保障支票在 1940 年邮寄给艾达·梅·福勒（Ida May Fuller），她直到 1975 年 100 岁时才离世。《社会保障法》也将许多劳动者排除在外，如农民工、个体经营者、老师和家庭佣工。之后，社会保障计划的覆盖面所扩大。到 20 世纪末，美国政府每年为社会保障和相关计划（如医疗保障计划）支出 4 000多亿美元。

20 世纪 30 年代，实际很少的老人能从养老金计划中获利，甚至是州政府的福利。退休计划仅涵盖了不到 15% 的员工。有趣的是，私人养老金计划在 1937 年以后开始迅速增长。一些雇主比其他雇主更为慷慨。在大萧条期间，通用电气为员工提供了保险、抵押贷款、养老金、奖金和利润分享等福利。1935 年，失业保险被创建。被解雇的员工在一段时间内将收到补助。《公平劳工标准法》（*the Fair labor Standards Act*）于 1938 年通过，该法确定了最低工资标准。最低工资是每小时 20 美分（后来提高到 40 美分），工作时间被限制在 44 小时内（后来变成 40 小时）。据说这种最低工资法是因为北方纺织业为了更好地与南方纺织厂竞争而强迫其支付更高的工资。甚至最低工资是否有

利于劳动者还是降低了美国工人的竞争力从而加剧了美国的失业率，至今仍在争论中。大萧条的另一个产物是美国的假期。传统上，工人们并没有假期，但大萧条期间则鼓励这种做法，以减少产能过剩。

税收

新政试图为其大规模的援助计划提供资金，部分资金来源于税收增加。1932 年的《收入法案》（*the Revenue Act*）中最初载有国家销售税的税种，但是它最后被从法案中剔除了。税收增加了，纳税人新增了 50 万人。1935 年，继承和赠与税被通过。公司和个人所得税也在增加。1935 年，个人收入也被征收了附加税。据评估，大萧条期间收入超过 25 000 美元的公司税收税率为 18%。未分配的企业利润则被采用了另一种税收，但其在 1939 年被淘汰。这些税收对提高政府收入几乎没有任何影响，而且也不能改善现有经济形势。1935 年至 1938 年及 1941 年，财政部使用了税收共付票据。这些票据的到期日逼近季度纳税付款日。它们被用来缓解提款对银行的影响，因为存款人要提取资金来履行其纳税义务。

第 2 节　联邦保障法律

约瑟夫·肯尼迪

约瑟夫·肯尼迪（Joseph Kennedy）被罗斯福总统任命为美国证券交易委员会（SEC）的第一任主席。肯尼迪在市场上的声誉并不太好，人们将其视为无情的投机者和盗窃者，这使得他不太可能成为 SEC 第一任主席的最佳人选。然而，肯尼迪威胁说，除非他被任命高级别的职位，否则他还会收回向罗斯福竞选活动提供的贷款。肯尼迪在担任 SEC 主席的职务之前，参与操纵了利比—欧文斯—福特玻璃有限公司（Libbey - Owens - Ford Glass Co.）股票的资金池。该资金池最初抛售该公司股票并拉低了股票价格。然后，资金池以折价购买股票，并开始推高股价。该资金池从这一行动中赚取近 40 万美元

的利润。肯尼迪因为参与而获得了6万美元的收益。基金池的其他成员包括爱德华·克莱斯勒(Edward P. Chrysler)和库恩—勒布公司(Kuhn, Loeb & Co.)。肯尼迪另一个阴暗的事情是与伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)在布鲁克林·曼哈顿运输公司的股票上进行了内部交易。肯尼迪被视为市场操纵者,这个声誉使得批评者声称对他任命就像"找狼来保护一群羊",其他人则同样愤世嫉俗地认为他们也需要"一个小偷来抓别的小偷"。虽然肯尼迪的背景不太好,但他后来被证明是一个非常称职的主席。他在这个岗位上努力工作,并为SEC赢得了华尔街的肯定。

SEC的监管

当肯尼迪担任SEC主席时,他面临着投资银行界的不信任。肯尼迪向他们保证说,华尔街可以在新的联邦证券法规管辖下继续运作。一些承销商试图通过各种奇怪的方案来避免适用联邦证券法规。库恩—勒布公司发行了200万美元的债券,但未使用电子邮件或跨州交易系统,这其实是基于对SEC管辖权的判断。这些债券是通过口头出售的,所有的沟通、信息传递和债券的交付都是通过私人信使实现的。后来,此次发行在SEC进行了注册,然而,当时SEC质疑其未经注册在纽约证券交易所发行证券的权利。投资银行所罗门兄弟—赫茨勒公司以代理人而非承销商的身份为斯威夫特公司(Swift & Co.)发行证券以避免联邦证券法规下应承担的责任。肯尼迪最终说服了投资银行界在联邦证券法规下发行产品,而不用担心承担责任。外国证券的发行甚至再次出现。德国政府根据联邦证券法规的要求,在1934年注册发行了一系列的证券。然而,随着SEC成立的一个"显著变化"就是私募增加。[1] 这些发行的证券被卖给富有的个人和机构,而无须向SEC注册。私募可以避免根据联邦证券法规公开发行证券所要求的附加费用、延误和相关责任。

《1934年证券交易法》第10条禁止通过传播谣言或情报来操纵证券价格,也禁止情报贩子"宣传代理和通过广播兜售股票"[2]。这一规定为SEC打

① Irwin Friend et al., *Investment Banking and the New Issues Market*, pp. 28 - 29.

② U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 55.

击市场欺诈行为提供了依据，并在后来的几年内带来了数千名股东的诉讼。《1934 年证券交易法》第 16 条则旨在遏制内幕交易。内部人士被要求披露自己持有的本公司股票交易信息。此外，国会力图限制官员和大股东们从内部信息中获得短期利润的机会，如果他们购入和出售股票的时间间隔不足 6 个月，上述股票交易产生的利润就会被没收。该条款适也用于官员、董事和持股超过 10% 的股东。第 16 条的报告披露要求在 1934 年引发了一些有趣的披露事项。小约翰·洛克菲勒（John Rockefeller Jr.）被发现拥有超过 2.5 亿美元的美孚真空（Socony – Vacuum）、新泽西州标准石油（Standard Oil of New Jersey）和加利福尼亚标准石油（Standard Oil of California）的证券。

《1934 年证券交易法》第 16 条还禁止官员、董事和大股东进行卖空交易。这一规定被称为“反威金”修正案，以纪念大通国家银行的董事长艾伯特·威金（Albert Wiggin）通过卖空自己的银行股票获得巨额利润的事件。但《1934 年证券交易法》来得太晚了，不能阻止威金的卖空交易，但威金也不能免于处罚。参议院听证会后，威金被迫辞职，因为听证会揭露他对大通国家银行股票进行了数百万美元的卖空交易。威金在后来股东对大通国家银行提起的集体诉讼中被诉。1937 年，和解协议达成，威金同意向大通国家银行和前身为大通证券的安梅克斯控股公司（Amerex Holding Corporation）各支付 100 万美元。之后威金不得不放弃从大通国家银行退休后每年 10 万美元的退休金。

《1934 年证券交易法》授权联邦政府对保证金交易进行控制。这一规定是根据国会的决议作出的。国会认为在 1929 年的股市崩盘期间，保证金交易产生了不良影响，导致证券价格大幅波动。与过去一样，当保证金被要求增加时，市场上的销售压力增加，对证券价格造成了进一步的下行影响。价格下降导致更多的保证金追加要求，这需要更多的证券销售来满足这些要求。许多小投资者除了出售证券外根本没有资金来追加保证金。国会希望保护保证金交易的投资者的获利不至于太少。联邦储备委员会被赋予了削减国家信贷资源总量的权力，否则这些信贷资源将被用于投机而非进入商业和工业领域。《1933 年银行法》授权美联储限制国家银行从事投机业务。这包括禁止联邦

储备银行作为代理向非银行公司发放贷款，这些非银行公司是将市场资金用来投机的基础。《1934 年证券交易法》授予美联储进一步规范保证金信贷的权力。根据这一立法，美联储要设定最低保证金要求，而 SEC 则需执行这些要求。美联储在此授权下通过了 T 条款。最初，经纪商向客户贷款时仅需要 25% 的保证金，但数额将会逐年增加。

证券经纪商要求根据《1934 年证券交易法》向 SEC 进行注册。起初，这一要求仅适用于在交易所内的经纪人，但在 1936 年这条规定延伸至包括在场外市场经营的经纪人。SEC 有权禁止经纪人再抵押客户的证券数额超过欠经纪人的证券，要求经纪人必须维持最低资本，保持总债务与资本的比例不超过 2 000%，或者更低。这显然是纽约证券交易所针对持有保证金账户的经纪公司所制定的要求。

1934 年，共有 24 个证券交易所在 SEC 进行注册。这些注册的交易所包括新奥尔良证券交易所、里士满证券交易所、旧金山路边交易所、旧金山矿业交易所和圣路易斯股票交易所等。19 个交易所暂时免于注册。SEC 成立后，有 10 个证券交易所关闭了，它们是波士顿路边市场、布法罗证券交易所、芝加哥路边交易所、丹佛证券市场、哈特福德股票市场、密尔沃基粮食与证券交易所、纽约矿业交易所、纽约房地产证券交易所、西雅图证券交易所和惠灵证券交易所。纽约生产交易所也决定不再继续进行证券交易。

控股公司

约翰逊·肯尼迪没有长久地留在 SEC。接任他的是两名能干的主席，他曾在他们的任命中帮过忙。他们其中一名是哈佛法学院的前教授，后来成为院长的詹姆斯·兰迪斯（James Landis），但他曾在 20 世纪 60 年代被肯尼迪政府指控逃税；另一名是威廉·道格拉斯（William O. Douglas），他是未来的最高法院法官。随着肯尼迪离开 SEC，更多的证券法规被颁布。滥用控股公司架构长期以来一直是一个问题，并最终导致了英萨尔及其他灾难性事件。休斯委员会早在 1907 年恐慌之后、20 多年前就指出了控股公司存在的危险。控股公司大量成立，这使债券和优先股成为该体系资本的基础，实际控制公司

的普通股则由另一家公司拥有。这种所有权形式创建了一个金字塔结构，使得一小群个人通过限制某些类别的股票的投票权，实现了以少量资本来维持对许多公司控制的目的。休斯委员会指出，控股公司已广为流行，但立法机关未能预测到这种情形。但是，对控股公司的关注并不能阻止使用控股公司这种结构。

到1925年，控股公司在美国控制了约65%的电力公司。1932年，约75%的私营电力公司集中于13家控股公司手中，包括英萨尔帝国（Insull empire）、联合公司（United Corporation）和电力债券股份公司（the Electric Bond and Share Co.）。天然气管道行业是另一个高度集中的行业，集中了十几家控股公司。《1935年公用事业控股公司法》后附了总共100多卷的报告，内容是联邦贸易委员会关于控股公司集中结构及其产生问题的研究。这项立法要求控股公司在证监会注册。该法旨在简化公用事业的控股公司结构。《1935年公用事业控股公司法》的目的是对诸如英萨尔帝国等大型控股公司进行“死刑判决”。[①] 根据这项立法，任何控股控股公司不得超过其附属公司的3倍。约翰·福斯特·杜勒斯（John Foster Dulles）的法律人才推迟执行这些要求。他领导控股公司有组织地来抵制监管。全国各地法院发布了大约200个禁令来阻止SEC执行该法。直到1946年最高法院宣布维持其条款时，这个问题才终于有了结果。

惠特尼丑闻

投机者一直存在。美国商业酒类公司（American Commercial Alcohol Corporation）在1933年再次发行了股票：“本·史密斯（Ben Smith）及内部人员开始按照订单抬高大盘上的股票，股价从1933年5月的20美元上涨到7月的90美元。在资金池操纵者出售股票后，股价回落至30美元以下。”[②] 迈克尔·梅汉（Michael Meehan）是纽约证券交易所的专家以及著名的RCA池领导人，当股市崩盘时，他的损失可能高达4 000万美元。他成为SEC新执法

① Myers, *Financial History of the United States*, p. 334.

② Ralph S. De Bedts, *The New Deal's SEC: The Formative Years*, p. 54.

权的首要攻击目标。SEC 调查了梅汉操纵贝兰卡飞机股票的问题。SEC 发现梅汉已经组建了一个交易网络进行买卖订单匹配，以提高公司股价。梅汉在受到 SEC 的攻击之后，有些精神紊乱，进入一家疗养院休养。他后来被驱逐出纽约证券交易所。SEC 的行动也针对华尔街的其他精英人士，包括怀特—韦尔德公司（White, Weld & Co.）的查尔斯·赖特（Charles Wright）和托马斯·加根（Thomas Gagen）。

大萧条中最大的金融丑闻之一是关于华尔街的精英人物理查德·惠特尼（Richard Whitney）。1917 年，惠特尼曾在食物局工作过，但他后来回到华尔街，升任到纽约证券交易所的领导职位。1929 年股市崩盘期间，摩根银行的银行家们正派遣惠特尼来推动市场繁荣。惠特尼在 1930 年当选纽约证券交易所负责人，并在罗斯福总统上任后的国会调查中担任证券行业的主要辩护人。惠特尼支持抵制政府监管。他对自己的观点非常执着，并且对纽约证券交易所有强烈的保护欲，因此在参议院的听证会上宣称“交易所是一个完美的机构”。惠特尼在 1935 年辞去了纽约证券交易所负责人的职位，以便追求个人商业利益，但他仍然是金融界值得信赖的一员。除此之外，惠特尼还是纽约游艇俱乐部的财务主管和纽约证券交易所的养老基金受托人，该基金旨在为死者的遗孀和子女提供了死亡抚恤金。惠特尼的个人业务并没有得到很好的发展。在佛罗里达化肥企业亏损了数百万美元之后，他转向一家叫做泽西闪电（Jersey Lightning）的苹果酒公司。惠特尼认为，像波旁酒和苏格兰威士忌，取消禁酒令将使其利润迅速大幅增长，因为苹果酒酿造的时间不会太长。但这个预测竟然并不准确。禁酒令被取消前后波旁酒或苏格兰威士忌似乎都不缺货。

惠特尼从他的兄弟——J. P. 摩根公司（J. P. Morgan & Co.）的合伙人那里借了大笔资金来帮助自己开展业务。之后，他也开始从华尔街的其他人那里借钱。但这还不够，惠特尼开始从他自己的公司和客户那里偷钱。惠特尼从纽约游艇俱乐部偷走了 15 万美元，从纽约证券交易所养老基金中拿了几十万美元。惠特尼通过向他的兄弟乔治借款来覆盖养老基金的亏空，乔治反过来又

从摩根公司的托马斯·拉蒙特（Thomas Lamont）那里借钱。[1] 惠特尼继续从他的朋友那里借钱，直到把朋友都借了一个遍。当他接近投机者本·史密斯想要贷款时，史密斯问惠特尼如何保障贷款的安全。惠特尼回答说“我的脸就是最好的保障”。史密斯说“你高估了你的脸的价值”。

纽约证券交易所在 1937 年向惠特尼的公司发出了一份监管问卷，这份问卷引起相关部门的关注并带来了审计。审计发现了他对客户账户进行盗窃的行为，地区检察官托马斯·杜威（Thomas E. Dewey）对惠特尼提起诉讼。惠特尼除了从纽约游艇俱乐部和纽约证券交易所养老基金偷钱外，还从他岳父的信托基金中偷走了 10 万美元的证券。在惠特尼的欺诈和不当行为被发现前，他从交易所同事那里借了 600 万美元。惠特尼被驱逐出纽约证券交易所，并被送到新新（Sing Sing）监狱，在那里他被选为棒球队队长。

纽约证券交易所的改革

虽然直到 20 世纪 60 年代，惠特尼公司仍是最后一家倒闭的纽约证券交易所上市公司，但纽约证券交易所确实因为这个丑闻而受到一些负面影响。交易所被迫对业务进行重组并更加关注监管规则。改革的阶段步骤已经确定。随着实施联邦证券法而引起的批评和调查开始出现，纽约证券交易所开始引入一些交易规则。其中一个规则禁止以低于一种证券最后销售价的价格进行卖空交易，场内则禁止期权交易。另一项规则要求成员向纽约证券交易所提交广告材料，等待其审查并批准。这些规则有所改进，但不足以满足 SEC 的要求。1935 年，SEC 发布了一份报告，建议纽约证券交易所改变管理架构。报告要求参加交流的理事会成员的代表性更加广泛。还有人提出修改董事会成员提名程序，以进一步推动民主进程。在惠特尼事件之后，SEC 要进一步改革纽约证券交易所的治理结构。威廉·道格拉斯（William O. Douglas）在 1937 年成为 SEC 主席，他继续推动纽约证券交易所在监管成员行为中扮演对抗性更强的角色。道格拉斯是一个精力充沛而活跃的主席，他经常与华尔街发生

[1] John Train, *Famous Financial Fiascos*, p. 85.

冲突。道格拉斯声明，如果纽约证券交易所对 SEC 的监管关注没有更多的回应，他已准备好接管交易所。纽约证券交易所律师质疑道格拉斯："既然你要接管交易所，也许你需要一些技术性的建议。它不是自我操作的，需要人力和大脑。也许我可以帮助你。"事实上，道格拉斯回答说，"告诉我，你的纸和笔在哪里，你的立场在哪里？"①

SEC 施加的压力使得纽约证券交易所不得不在 1938 年任命一个公司的委员会来审查其组织结构，并加强自我监管。该委员会由大陆罐头（Continental Can）公司的董事长卡尔·康威（Carl C. Conway）领衔，成员包括有名的公司及治理评论家小阿尔道夫·伯利（Adolph A. Berle Jr.），一家领先的公司及其管理机构的评论家，时任圣路易斯一家经纪公司爱德华兹兄弟公司的合伙人小威廉·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin Jr.）。康威委员会建议纽约证券交易所聘请全职带薪的总裁和专业人员来代替以前的成员。委员会还建议缩小董事会的规模，增加外围成员和公众代表。康威委员会的改革在 1938 年实施。小威廉·麦克切斯尼·马丁被任命为纽约证券交易所的首位全职总裁。他当时只有 31 岁。1938 年 9 月，纽约证券交易所选举了 3 名公共代表到董事会任职。

纽约证券交易所增加了监管职能。会员公司每年都需要回答很长的有关财务状况的问卷调查。他们需要按季提交季度报告，每年都要进行独立审计，监督审核也有所增加。1938 年，纽约证券交易所要求其成员应客户要求应向其提供财务状况陈述报告。1939 年 8 月，纽约证券交易所的一个审查委员会就客户保护问题进行了报告。之后，纽约交易所通过了一项规则，如果公司与公众的业务涉及保证金，那么成员公司将被禁止与合作伙伴进行保证金交易。成员公司与公众开展业务的资本要求也增加了约 25%。

纽约证券交易所并不是 SEC 创建后唯一一个在新监管领域遇到困难的交易所。纽约路边市场也成为纽约司法局调查的对象。之后，数百只证券从交易所退市。

---

① John Train, *Famous Financial Fiascos*, p. 85.

芝加哥证券交易所 1938 年对外宣布对其业务进行重大改革。改革包括雇用专业经理人员和全职总裁，而不是任用那些由成员选出来的自己本身也是会员的兼职人员。

SEC 的努力

SEC 根据《1934 年证券交易法》的相关规定编写了一份关于隔离经纪人和交易商职能的可能性和可行性的报告。SEC 对这个问题进行了广泛的考察。之后，它向国会提交了一份报告，重点介绍了场内交易者的作用，而不是场外市场的交易商。SEC 的报告指出，场内交易者和专家们在时间和地点方面享有特殊优势，这些其他交易者无法获得。大家都知道，当磁带容量很大时就会运行得很慢。SEC 并不主张对专业人士完全分离委托职能。相反地，SEC 的报告批评了在交易所中热衷于交易自己的账户而没有维持公平有序的市场的交易者。SEC 在未来几十年内将消除这些交易者的交易。

惠特尼丑闻之后，威廉·道格拉斯主张创建经纪人信托公司，旨在进行证券结算、清算保证金和现金支付。道格拉斯认为这样可能避免惠特尼犯下的欺诈行为。这样一家信托公司未来将成为证券的中央存托机构。纽约证券交易所借助哈尔斯金和希尔斯会计师事务所提交的报告抵制了这个建议。该报告指出，证券交易的中央存管并不实用，尽管 1939 年纽约证券交易所的交易量是自 1923 年以来的最低水平，比上年下降了 10% 以上。道格拉斯提案直到 20 世纪 60 年代证券行业遭遇危机之后才会被采纳，这次危机威胁到纽约证券交易所的存亡，导致其许多成员破产。

联邦证券法是在自律的概念下制定的。投资银行家根据《国家工业复兴法》将自律的概念体现在了《公平竞争法典》中。1935 年，《国家工业复兴法》被宣布违反宪法，但管理《国家工业复兴法》相关准则的委员会继续以投资银行家大会的名义代表行业行事。该组织成立于 1936 年，它为证券业创造了自律机制。交易所是另一个自律机制。虽然 SEC 主席威廉·道格拉斯认为交易所的自律是为了对 SEC 的权力进行补充，但他认为自律意味着“政府将保留猎枪，也就是说，在门后装上膛、上油、擦亮，准备使用，但希望它

永远不会被使用。[1]" 惠特尼丑闻之后，道格拉斯很愿意使用猎枪来强制改革进行。

华盛顿国家证券交易所会议就联邦证券交易法规的修正可能性提出了一份报告和建议。纽约证券交易所提出的建议可以减轻交易所的监管负担。这一建议遭到了道格拉斯的反对，他声称这是“一个骗局”[2]。华尔街以“资本罢工”对 SEC 的威胁作出回应：承销商“以事实上的罢工抗议 SEC 政策”。[3] 1939 年 5 月道格拉斯离开 SEC 成为最高法院的法官，杰罗姆·弗兰克（Jerome Frank）成为 SEC 的主席。弗兰克自己也成为联邦巡回法院的法官，他试图禁止经纪人在没有客户许可的情况下使用客户的免费信贷余额，以此遏制经纪人对贷款使用。他的另一项建议则是寻求创建一家经纪银行，但纽约证券交易所拒绝了该请求。

全国证券交易商协会（NASD）

1936 年对《1934 年证券交易法》进行了修改，进一步扩大了在场外市场的应用范围。该法要求在场外市场发行公开交易证券的发行人向 SEC 提交经审计的财务报告，相关要求与交易所上市公司一致。SEC 正在扩大对经纪公司的监管。SEC 在法庭上提出了“招牌理论”，该理论认为经纪公司是专业人士，他们通过悬挂“招牌”隐含地向公众保证，他们将专业并公正地为客户交易。纽约证券交易商协会（New York Security Dealers Association）成立于 1932 年，该协会由一批场外市场的交易商组成，以代表其对不断增长的场外市场兴趣盎然。协会的目的在于促进其成员之间遵守商业道德，并维护公平、公正的交易原则。该行业并不总能够成功实现这一目标。1937 年，SEC 调查了克利夫兰、底特律和太平洋西北地区的几家公司的场外交易活动。其后有 13 人因违规行为被定罪，很多公司和个人被提起民事诉讼。违规行为的普遍

① Joel Seligman, The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance, p. 185.

② "Decade Saw Advent of SEC, Revamping of Stock Exchange," *Wall Street Journal*, January 2, 1940, p. 16.

③ James E. Buck, ed., *The New York Stock Exchange: The First 200 Years*, p. 152.

性使得 SEC 确信对场外交易市场需要额外的监管。为了回应这一担忧，1938 年国会通过《马洛尼法案》（该法案以康涅狄格州参议员弗朗西斯·马洛尼的名字命名，以纪念其资助了 SEC 起草该法案）。该法案对场外市场使用了自律监管的概念，与场外柜台市场相对应的则是交易所市场。SEC 赋予全国证券交易商协会监督的权力。SEC 则获得了更多的权力，它通过实施规则来禁止场外交易中的欺诈行为，并对在该市场上经营的经纪商进行管理。

全国证券交易商协会成立后开始使用规则来管理场外交易市场。其中一个规则在辛迪加及承销团体承销期间进行维持价格稳定。1939 年，全国证券交易商协会对一批世纪销售价格低于本规则规定的经销商采取了措施。这次事件涉及由哈尔西—斯图亚特公司（Halsey, Stuart & Co.）管理的 67 个承销集团。承销商负责为印第安纳州公共服务公司发行 3 800 万美元的债券。销售集团协议将销售优惠幅度确定为 1%。如果该集团的任何成员能够在发行价以下购买这些债券，则管理人员有权收回这些证券的销售优惠。然而，承销团队的一些成员对这些证券进行了抛售。"在分销过程中与市场挂钩的做法受到了严重的批评，也受到《1934 年证券交易法》某些规定的极大限制。[①]"然而，承销期间稳定市场的活动仍然成为滥用的主题。例如，承销商可以提高价格创造一个"热门"话题，并将自己的头寸卖给虚拟市场。为避免这种担忧出现，承销商同意在发行期间，除了将价格稳定在发行价之上以外，不会为自己的账户交易进行交易。在分销期间，承销商一般来说不向自己的客户推荐证券。SEC 在 1939 年又增加了一项要求，要求承销商在发行新一期证券的招股说明书中声明，承销商在分销期间将通过稳定交易来支持市场发展。

会计

纽约证券交易所与美国注册会计师协会合作共同提高会计准则。会计行业也有自己的困难。会计责任最著名的案例是奥特梅尔公司（Ultramares Corporation）诉德勤案。[②] 判决决议于 1931 年由本杰明·卡多佐（Benjamin Car-

① Twentieth Century Fund, *The Security Markets*, p. 70 (1935).

② *Ultramares Corp. v. Touche*, 174 N. E. 441 (N. Y. Ct. App. 1931)

dozo）法官提出，他认为，奥特梅尔公司的审计人员没有发现涉嫌在公司簿册和记录上陈列虚假资产的欺诈性计划，存在严重疏忽。另一项会计案例涉及麦肯逊和罗宾斯制药公司（McKesson & Robbins Pharmaceutical Company），该公司于1938年被接管。据发现，该公司的账簿中有大约2 000万美元的资产是虚构的，该虚构资产来自一项假冒的外国原生药业务。麦克逊和罗宾斯制药公司的总裁是唐纳德·卡斯泰尔（F. Donald Costear）。其实，他的真名是菲利普·穆希卡（Phillip M. Musica），他在20世纪20年代多次因商业欺诈被定罪。在医药公司，穆希卡动用不同的亲戚用假名来为其服务。他创设了一个虚构的加拿大代理人来行骗，并设立了一批虚拟银行来掩饰这一行为。他在舞弊暴露后自杀。普华永道是审计麦肯逊和罗宾斯制药公司的会计师事务所，但其在年度审计中未能发现这一计划。SEC的结论是，普华永道的审计符合普遍接受的会计原则，但当时审计的会计程序存在不足。继麦肯逊和罗宾斯制药公司丑闻之后，纽约证券交易所开始要求公职人员保持更多的独立性。美国会计师协会也强化了审计程序。虽然SEC推迟了在会计行业中建立会计准则，但是它开始定期发行会计期刊以定义正确的会计方式。

《信托契约法》

更多立法正在制定中。1939年的《信托契约法》颁布后，SEC研究了公开发行债券的滥用行为。信托契约是管理公司发行债权的条款和条件的主协议。最初，信托契约用于抵押债券，但后来扩大到无担保债券。债券本身是一个简单的文件，但信托契约是一个长期而复杂的文书，它阐明了债权人的权利。信托契约指定了受托人，以确保发行人的义务得到满足，债权人的权利得到维护。

国会通过SEC的调查和听证会确定，受托人经常不能确保发行人履行了信托契约协议规定的义务。契约协议对发行公司是有利的，并试图限制或不承担管理契约协议条款中受托人的所有责任。SEC和国会发现，契约受托人通常不向债券持有人提供契约下的违约基本信息。国会特别关注“鸵鸟”条款，该条款允许契约受托人作出这样的假定，即假定契约受托人收到少于

10%的担保人通知，即使他们明确地知晓违约已经形成，也并不构成违约。此外，国会发现受托人经常有与债券持有人相冲突的经济利益。1939年的《信托契约法》旨在减少受托人和债权人之间的冲突，并厘清受托人的职责。该法案旨在全面披露债券、票据和债权凭证的问题。这项立法要求在契约协议中规定债权证持有人的权利。

1909年，休斯委员会发现公司在被接管时存在滥用职权的现象。接管有时持续十多年。在此期间，股东失去了对公司的控制权，甚至担保债务人被排除在债务之外。接收方正在使用“接收”证书来资助公司在接管时的运营。这些证书优先于清算时的首次抵押债券。抵押债券违约后，保护和重组委员会成立了，该委员会经常使得投资者放弃重要的权利和特权。SEC对困难企业的重组过程进行了考察。SEC对保护和重组委员会调查的结论是，这些委员会经常遇到利益冲突，被用做管理层的“幌子”。SEC发现，许多重组委员会是不必要的，即使公司没有出现严重的财政困难。重组委员会也被用来增加管理层对公司的控制，《破产法》得到修订，这为债务人提供了更多的灵活性。这些修正案授权将公司重组作为清算的替代方案。修改联邦《破产法》的《钱德勒法案》（*Chandler Act*）要求由SEC对大型公司的重组计划进行审查。

第3节　商品市场改革

投机

谷物期货交易所（Grain Futures Administration）的年度报告反复指出，“粮食赌博”对美国粮食生产商的价格操纵带来了不良影响。这种破坏包括1926年7月的一次挤压小麦价格，1928年7月的一次挤压玉米价格，1928年9月横向整理玉米合约。作为对参议院决议的回应，农业部发现，在1926年大规模的买卖操作彻底打乱了小麦市场，造成的价格波动“在世界各个大粮

食市场上都能感觉到”[1]。1927 年和 1928 年，引入立法对投机者每个月可以持有期货合约的数量加以限制。有人认为这样的限制可以阻止大投机者的挤压。另一项法案“出于防止价格操纵的考虑，将市场上的棉花没收充公”。这些法案没有被通过。1929 年 5 月，芝加哥交易所小麦价格大幅下跌，这仅仅是一个警告。商品价格在股市的黑色星期四几乎完全崩溃，结果造成了一场经济灾难，农民因为粮食的价值下跌而遭受损失。

农场救济

根据《1929 年农业经销法案》，联邦农场委员会（Federal Farm Board）被创建，并向农民提供了相关救济。该机构被给予了 5 亿美元用作农业合作社贷款循环基金。这种贷款据信将使合作社持有其成员的粮食，除非价格更有利或者有更合理的经销体系。此外，《1929 年农业经销法案》创设了购买多余粮食的各种公司，以便使多余粮食退出市场而提高粮价。联邦农场委员会试图限制商品投机和多余粮食。该委员会在 1930 年 11 月创立了谷物稳定公司（Grain Stabilization Corporation），在公开市场上购买多余小麦。它也开始进入芝加哥交易所买卖期货合约，以支撑商品价格。谷物稳定公司的总裁乔治·米尔诺（George Milnor）模仿摩根大通公司在 1907 年恐慌期间为挽救市场所做的努力，进入芝加哥交易所场内市场为政府购买小麦，但该努力还是失败了。

美国小麦的价格涨幅高于欧洲，但是联邦政府很快就面临着大量的小麦过剩问题。那些粮食造成市场供给过剩，并对价格产生了抑制作用。政府的购买计划也由于无法限制生产而受挫。另外，像亚瑟尔·卡顿（Arthur Cutten）这样的投机者也是一个问题。他们通过大规模的卖空活动来削弱政府的购买计划。那些投机者很高兴出售的粮食都有政府购买，特别是当粮食并不短缺的时候。卡顿在期货市场上卖空了超过 7 000 万蒲式耳的粮食，与此同时，谷物稳定公司则在进行买入。价格继续在下降，谷物稳定公司开始收到关于其期货交易的批评。国会议员，特别是未来最高法院的法官雨果·布兰

① U. S. Senate, *Fluctuations in Wheat Futures*, S. Doc. 135, 69th Cong., 1st sess., 1926, p. 1.

克（Hugo Black），尤其反对政府将期货合约交易作为其价格支持计划的一部分。

联邦农场委员会还面临着其他问题。它已经提供了有农民的农作物作担保的无追索权贷款。如果农作物价格太低，则农民不能偿还贷款，政府就会用农作物交还贷款。这样可以确保农作物的最低价格。这种安排的问题是最终政府拥有了为贷款作担保的小麦。这增加了政府本已非常巨大的粮食储备。联邦农场委员会最终开始在市场上出售多余库存。这次出售使小麦价格下降到不到40美分一蒲式耳。

对交易的担忧

1930年，当发现全俄纺织品集团4天之内在芝加哥交易所进行了大量的卖空业务操作后，危机发生了。这些交易导致小麦价格大幅下跌。苏联的订单总共约有800万蒲式耳小麦，据说这是受莫斯科指令的结果。他们的行为也敲响了警钟，芝加哥交易委员会通过了一项决议，称“在我们的交易所有外国政府大额出售期货是一个令人极为反感的商业势头，必须马上将其结束。”[①] 国会后来调查明确，苏联正在寻求外汇交易而非设法抑制粮食价格。苏联已经远离市场一段时间了，故不能履行期货承诺交货。结果，他们只能将粮食装载上船，并且在粮食进入市场时，不管价格如何，都只能接受。苏联担心，一旦大量出口被知晓，粮食价格就会下降。为了自我保护，苏联人利用芝加哥市场来进行对冲。不过，这个非常资本化的策略给市场带来了下行压力。

1930年3月12日，粮食期货管理局提出了一个测试，以确定《粮食期货法》下的“交叉交易”和“扣除”规则是否可以作为价格操纵的一种形式。政府发现，堪萨斯市贸易理事会15个最活跃的结算会员中有9个正在从事这种交易。这一案例由《商品交易法》下的委员会进行审查，结论是虽然这些活动可能对客户有害，甚至可能构成欺诈，但这种行为并不构成《粮食期货

---

① U. S. Department of Agriculture, *Report of the Chief of the Grain Futures Administration*, 1930, p. 6.

法》意义上的操纵。这使政府无力攻击投机者，据称这些投机者是通过突击行动降低价格的。

1931 年 7 月，托马斯·霍威尔（Thomas Howell）在玉米期货市场上进行了囤货。他持有 7 月合约的 50% 以上及 30 万蒲式耳的玉米。每蒲式耳玉米价格上涨了 14 美分后，随着挤压急剧下降。因为这项操作，政府对霍威尔提起诉讼，但由于技术原因，该案遭弃。

胡佛总统变得警觉起来

更令人吃惊的是，1931 年 7 月，胡佛总统向公众警告，投机者们正在小麦期货市场进行大规模的空头突击，“目的就是降低价格”。胡佛宣称这些投机者威胁要“摧毁公众信心的回归”，他们的意图是“从其他人的损失中获利，尽管效果可能是直接剥夺了许多农民的合法收入”。总统说，如果“这些先生们有爱国主义的觉悟，渴望看到国家复苏的情感超过了现时的利润，他们应该关闭交易，终止操纵”。[①] 这是在呼吁交易商们的爱国主义情感，但这并没有阻止他们进行投机。

参议员亚瑟·卡珀（Arthur Capper）是对芝加哥交易所固执的批评者，他在 1932 年提出了一项议案，要求进行调查以确定卖方在 1929 年 7 月以来小麦和棉花期货交易中所产生的利润和亏损数额。该议案获得参议院农业委员会的同意，但在立法中未能实现。粮食期货管理局继续努力限制投机交易商的持仓量。为达成这一目标的法案在国会被提出，但未能被通过。当 1932 年小麦市场崩溃时，情况进一步恶化。“一批投机者试图通过大量购买小麦多头期权和期货来扭转小麦市场。”[②] 这群投机者由爱荷华牙科医生克劳福德”（Doc Crawford）领导。期权交易占了芝加哥交易所交易的很大一部分。

---

① U. S. House, Committee on Agriculture, *Commodity Short Selling: Hearings Before the House Committee on Agriculture*, 72d Cong., 1st sess., 1932, pp. 181 – 82.

② Bob Tamarkin, *The MERC: The Emergence of a Global Financial Powerhouse*, p. 238.

商品价格继续跳水

棉花是另一种在大萧条期间遭受损失的商品。棉花在 1929 年是 72 美分一磅，1939 年下跌到 6 美分。1930 年，联邦农场委员会成立了棉花稳定公司以收购棉花、支持棉价。像谷物稳定公司一样，该机构是模仿第一次世界大战期间那些稳定商品价格并遏制投机的机构成立的。政府收购了 300 万捆棉花以支持棉价，结果带来了棉花稳定公司大量的棉花过剩。它再没有资源继续进行大规模的采购计划。棉花价格回落，最终跌至每磅 5 美分以下。

联邦农场委员会无法阻止大宗商品价格的大幅下滑。1929 年至 1930 年，农民收入共计下降了 70 亿美元。这期间玉米和小麦价格几乎下降了一半。玉米价格在 1929 年至 1932 年间从每蒲式耳的 81 美分下跌至 33 美分。商品价格继续下跌。1932 年的《文学摘要》报道说，购买一蒲式耳玉米的价格已经跌到“不到一包口香糖”的价格了。[①] 小麦价格从 1929 年一美元多下降到 1932 年的交易价格是每蒲式耳 39 美分。小麦价格跌至 300 年来的最低点，有时根本无法卖出。联邦政府继续采购过剩农作物来支持农作物价格。随着美国过剩农作物的不断累积，这些谷物不得不储存在任何可以存储的地方，甚至包括教堂和旧校舍。

为了扭转受批评局面，商品交易所将 1932 年的短线交易者的投机头寸规模限制在 500 万蒲式耳。长线交易者并没有受到类似的限制。期货交易所的利润率从 10% 提高到 20%，这已经相当于证券交易所的利润。这些措施受到政府的欢迎，但并没有缓减价格持续下滑趋势或大规模投机行为。1933 年 3 月，在罗斯福总统宣布的银行休假暂停营业期间，纽约商品交易所和芝加哥期货交易所也关闭了。这是芝加哥交易所自 1848 年以来第一次关闭。1933 年 4 月，虽然总统宣布暂停金本位后，商品价格快速上涨，但这次复苏非常短暂。由于小麦价格大幅下挫，芝加哥期货交易所于 7 月再次关闭两天。这次价格下跌是因为 10 个交易者清空头寸获取利润而造成的，同时也导致其他账

---

① “Wheat's Plunge to a 300 Year Low,” *The Literary Digest*, November 12, 1932, p. 6.

户的流动性不能满足保证金要求。强制清盘导致价格进一步下跌。

1933年粮食价格发生坍塌性下跌后，农业局召开会议敦促商品交易所采取措施限制投机。交易所同意对所有客户采取最低保证金要求。根据《国家工业复兴法》，商品交易所制定了公平竞争法典。该规则要求对交易保证金量高达200万蒲式耳的期货交易建立至少10%的保证金要求，而交易量更大的期货交易保证金则为24%。规则禁止期权或特许交易。被交易的商品也要求对每日价格波动进行限制。交易所成立了商业行为委员会来惩罚违规者的交易行为。尽管最高法院推倒了《国家工业复兴法》，但大多数商品交易所继续要求客户缴纳最低保证金。只有两个交易所——纽约顶级羊毛交易所和芝加哥开放委员会在第二次世界大战开始后没有这么要求。纽约顶级羊毛交易所也使用低保证金要求来作为吸引客户的一种方式。

政府干预

大萧条期间，美国的农产品价格仍处于历史低位。《1933年农场信贷法》(*Farm Credit Act of* 1933)旨在进一步扩大和统一支持农业信贷的联邦体系。为此，生产信贷公司、信贷中介银行和合作社银行都将提供按揭贷款、短期生产贷款和中期贴现，并可向合作社贷款。农场信用局(Farm Credit Administration)是被指定提供信贷和财政援助的中央机构。它现在承担的工作以前由其他几个机构承担。《1933年农场信贷法》设立的生产信贷公司允许农民直接从这些实体借款。这一立法授权联邦土地银行(The Federal Land Banks)向农民和合作社提供短期贷款。由《1916年农地贷款法》(*Farm Loan Act of* 1916)建立的股份制土地银行因为不成功而被淘汰。其他几家联邦土地银行也倒闭了。

生产信贷公司被创设用于提供灾难救济和种子贷款。1933年5月通过的《农场抵押贷款紧急法案》(*Emergency Farm Mortgage Act*)用于协助农民避免因萧条加剧而变得越来越普遍的止赎行为。农场抵押公司(Farm Mortgage Corporation)成立于1934年，旨在购买尚未偿还的土地银行债券，并为农民提供更多的贷款资金。中央银行合作社(the Central Bank for Cooperatives)成立来

为农业合作社提供融资。商品信贷公司（Commodity Credit Corporation）是复兴金融公司的子公司，它旨在向农民提供额外贷款。如果作物的价格不足以偿还贷款，那么这些无追索权贷款就减免农民的债务。商品信贷公司最初获得了300万美元的资金。

以价格支持的形式提供对农民的进一步援助。1933年，罗斯福总统要求复兴金融公司的杰西·琼斯（Jesse Jones）以每磅10美分的价格出借棉花。那时棉花交易的价格约为每磅9美分。棉花贷款支持价格在次年增加到每磅12美分，政府通过该方案购买了450万包棉花。1934年通过的《班克黑德棉花管理法》（*Bankhead Cotton Control Act*）和《克尔—史密斯烟草控制法》（*Kerr-Smith Tobacco Control Act*）通过种植面积限制了棉花和烟草的生产。到那个时候，联邦对农民的贷款每月达到3 000万美元，按每天300美元的速度发放。联邦紧急救济管理局的哈利·霍普金斯（Harry L. Hopkins）接受了通过购买大量小麦来支持粮食价格的任务。这一努力后来并不成功，另一场危机又出现了。美国农民遭受了旱灾，旱灾造成了大范围的水土流失，并在大萧条期间进一步加剧了困难。

农场危机在1934年至1936年达到顶峰。虽然1937年是干旱年，商品信贷公司仍被丰收的农作物所淹没。为了向商品信贷公司供应资金，复兴金融公司用该公司的资金购买了价值1.5亿美元的棉花，虽然该行动并未得到授权。这使得商品信贷公司能够向农民提供玉米和小麦贷款。商品信贷公司通过向农民提供无追索权贷款持有的大量棉花贷款，这些贷款以棉花最低价为基础制定挂钩价格。大萧条的不和谐的特征之一是美国正在收获的农作物大量过剩，而许多人却在遭受饥饿。“这种可怕的景象伴随着对浪费的困惑和愤怒。[1]”全国小麦堆积如山，人们在城里却忍受着饥饿。牛奶等商品在街头被倾倒以抵制低价。动物被宰杀，因为价格太低，甚至不足以抵补它们的喂养。《农业调整法》（*the Agricultural Adjustment Act*）旨在限制农民的种植，以减少供给，提高价格。这项立法由食品加工方面（如肉类包装机，面粉粉碎机等）

---

① Kennedy, *Freedom from Fear*, p. 86.

的税收提供资金资助。最高法院在 1936 年推倒了《农业调整法》，由《土壤养护和国内分配法》（*Soil Conservation and Domestic Allotment Act*）取而代之，法案也力求通过向农民支付钱来让他们不再种植而恢复农产品价格。

罗斯福政府寻求通过立法对商品交易所实施联邦监管，因为商品交易所由于商品交易量不高而饱受苛责。1934 年 2 月，总统表示，"证券和商品交易的流通是必要的，对我们的商业和农业生活也有一定的价值。然而，我们的国家政策应该尽可能地限制使用这些交易所进行纯粹的投机行为。"[①] 总统向国会通报，证券和商品不受管制的炒作导致了国家的金融崩溃。[②] 罗斯福建议立法将"尽可能地"消除"不必要、不明智和破坏性的投机"[③]。

国会调查

罗斯福总统所寻求的立法由国会的农业委员会审议。当时期货交易是农业部门关注的首要问题。这导致了今天仍然存在的监管分裂。即使今天的期货合约大多数都涉及金融而不是农业工具，国会的农业委员会也保留了对期货交易的控制权，而银行业委员会则对证券业持有管辖权。农业委员会在 20 世纪 30 年代进行的听证和调查中发现，在期货市场上存在很多滥用行为。就像证券市场一样，商品交易所发生了"疯狂"的炒作。这种交易给小麦市场和其他粮食市场带来了巨大负担，因为在农民得到任何付款之前"佣金和投机利润"已经支付。[④] 来自密西西比州的国会议员约翰·兰金（John Rankin）这样指责粮食交易所的操纵："他们不必辛劳，更不必纺织，但他们总能从农作物中榨取农民的利润，留给农民的只有需要支付的账单。"他指责说，棉花交易所已经发生了这种操纵，"在农民卖掉农作物时压低价格，并在农作物全部卖掉之后又抬高价格。"[⑤] 其他国会议员声称，"美国农民正在接受被芝加

① U. S. House, H. Rpt. 421, 74th Cong., 1st sess., 1935, p. 2.

② 同上。

③ 同上。

④ Congressional Record, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10447.

⑤ *Congressional Record*, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10448.

哥交易所的投机所控制和操纵的粮食价格。"[1] 芝加哥交易所被认为是"世界上最大的赌博场所之一。"[2]

一位国会议员愤怒地说："农民正在收割小麦或谷物，此时价格已经下降到极低点，但从农民一旦与粮食相分离的那一刻起，投机者开始提价，结果是消费者和农民都被一群专业但不诚实的投机者所掠夺…… 这些投机者出售数百万蒲式耳的小麦、玉米或黑麦，只是为了人为地压低价格，以便能够以更低的价格买回这些粮食。"[3] "这种恶劣的战术日益突出，日复一日、年复一年地损害了种植者、合法经销商和公众"。[4] 另一位国会议员想停止"操纵卖空"，" 因为它是投机者对市场的利用，投机者希望压制它或者推动它，就如同他的兴趣所表明的那样"。[5] 国会发现了一种不当交易的模式。[6] 国会议员震惊于美国的小麦种植者常常受到"突然袭击"、"挤压"和"大规模恶性卖空"的伤害，而这些操众者才真正控制了交易所。[7] 据言"这个国家的农民因为这些交易所市场被操纵而损失了数亿美元。"[8]" 国会对此表示担心，期货市场的价格受到小部分商人的操纵，他们正在行使"对市场的人为影响"[9]。主要的大投机者通过交易"打击市场"或者"破坏市场"，进而损害了农民[10]。

国会听证发现，少数商人应该对价格下跌和持续受打击负主要责任。芝加哥期货交易所的一小群交易者定期地袭击市场导致了价格的大幅波动。德克萨斯州议员约翰·琼斯（John Jones）指出："过去15年，16大粮食贸易商

① Congressional Record, 74th Cong., 2d sess., 1936, 80, pt. 7: 7857.

② 同上，见7863页。

③ Congressional Record, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10451.

④ 同上。

⑤ U. S. House, Committee on Agriculture, Commodity Short Selling: Hearings Before the House Committee on Agriculture, 72d Cong., 1st sess., 1932, pp. 123 – 24.

⑥ Congressional Record, 73d Cong., 2d sess., 1936, 80, pt. 7: 7836.

⑦ 同上。

⑧ Congressional Record, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10447

⑨ Jerry W. Markham, "Manipulation of Commodity Futures Prices: The Unprosecutable Crime," pp. 281, 311.

⑩ Congressional Record, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10449.

不时地利用不寻常的条件，突击市场，操纵市场。"[1] 集中性的大规模操作导致了价格波动。例如，通常在小麦每蒲式耳交易价格低于 1.25 美元的时候，大投机者可在两天之内使得小麦价格每蒲式耳上涨 25 美分。举个例子，5 名交易商按照同一个建议，累计了 2 000 万蒲式耳的多头仓位，这对市场产生了"干扰性的影响"。"这些剧烈的波动主要是由大的贸易商造成的，比如亚瑟尔·卡顿（Arthur Cutten），他们对维护市场并不感兴趣。"[2]

据说，亚瑟尔·卡顿在玉米期货市场上一次就能获利 150 万美元，在小麦中获利 1 000 万～1 500 万美元，而其于 1925 年在华尔街开始交易后，在证券市场还有 3 000 万～8 000 万美元。一位国会议员声称，亚瑟·库滕"在这个国家比任何人都伤害了更多的农民。如果将由他导致了经济死亡的人的骨头聚集起来，能从芝加哥到纽约构建一个凯旋门，他在本可以正常交易的纽约进行了更大的投机活动。"[3] 当"芝加哥委员会外围办事处的业务落后，关于卡顿正在购买小麦的传闻将导致订单从全国各地开始源源不断集聚。"[4] 卡顿被描述为"也许是这个国家曾知道的最伟大的粮食投机者"[5]。他被比作是谷物交易所里的摩根大通。亚瑟尔·卡顿在《星期六晚报》上投了一系列文章来进行反击，他声称他只是一个被误解的企业家，政府正通过试图规范市场来破坏市场。政府对卡顿进行了反诉，指控他向农业部提交了虚假报告。卡顿提交的报告指出，他仅仅卖空了 400 个合约。他实际卖空的数量是这个数字的几倍。最高法院以技术为由驳回了本次诉讼。然而，卡顿因其交易而被起诉逃税。

一名国会议员指责《粮食期货法》几乎是完全失败了。他表示法案没有威慑力（"it has no teeth"）[6]。立法要求"防止过度和异常的交易或由于超大

---

① *Congressional Record*, 74th Cong., 1st sess., 1935, 79, pt. 8: 8589.

② *Congressional Record*, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10446.

③ 同上，第 10448 页。

④ *Congressional Record*, 74th Cong., 2d sess., 1936, 80, pt. 6: 6160.

⑤ U. S. Department of Agriculture, *Report of the Chief of the Grain Futures Administration*, 1935, p. 4.

⑥ *Congressional Record*, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10449.

规模的交易导致市场扭曲"[1]。这些要求导致1934年众议院批准了商品期货立法，但参议院在议会休会中，故没有采取行动。1935年3月，棉花价格经历暴跌，之后，国会很快被提醒需要进行立法。投机者应为这次价格暴跌负责。随着联邦对证券市场的监管，贸易商将其活动从证券交易所转移到期货市场，进一步推动了商品投机。这些担心导致了1936年颁布立法以寻求"保证公平和诚实地处理商品交易所"[2]。

商品交易法

1936年的《商品交易法》与其前身《粮食期货法》一样，要求商品交易所向联邦政府注册为合约市场。商品期货合约在"受管制"的商品中不得进行期货交易，除非交易通过合约市场来执行。只有某些商品受到管制。这些商品包括谷物、黄油、鸡蛋、土豆、大米和棉花。这些"受管制"的商品的期权交易被禁止。《商品交易法》禁止与期货合约交易相关的操纵和作弊行为。欺诈行为被禁止，虚假销售和虚构交易也被禁止。该法案规定了头寸限制，允许政府限制大的个人投机者可能持有的期货合约数量。但此项规定不适用于对冲交易。

1936年的《商品交易法》导致了商品交易委员会的成立，该委员会是根据《粮食期货法》设立的。委员会由农业部长、商务部长和美国总检察长组成。商品交易委员会被授权"遏制市场大运营商过度投机，并将监管扩容到以前未披露的商品经纪领域，以防止期货交易中出现欺诈和虚构交易，这些不当交易行为严重损害了市场"[3]"。农业部保留了对期货市场的日常监管。粮食期货局正在执行这项监管任务，但它被更名为商品交易管理机构，后来又被称为商品交易管理局（CEA）。

期货委托商（执行期货合约客户订单的经纪公司）需要根据《商品交易法》向农业部进行登记。期货委托商被要求分离客户保证金，并将其存在单

---

① *Congressional Record*, 73d Cong., 2d sess., 1934, 78, pt. 10: 10449.

② U. S. House, H. Rpt. 421, 74th Cong., 1st sess., 1935, p. 1.

③ U. S. Senate, S. Rpt. 850, 95th Cong., 2d sess., 1978, p. 8.

独的信托账户中。执行客户订单的交易所场内经纪人需要向商品交易所注册。但仅在商品交易所进行自营交易的场内经纪商不需要注册。当时商品交易所的交易商并没有像证券行业中的专业人员一样被要求保持市场的公平有序。

保证金

1936 年《商品交易法》的听证会并没有将保证金的重点放在它是导致投机性滥用行为的罪魁祸首上。期货和证券监管之间的分歧主要是源于两个因素。首先，商品保证金不被视为资金借款，证券市场的保证金交易也是如此。证券保证金被认为是资本从工业和其他更需要资金的领域进行的信贷转移。相反，商品保证金是期货合约的履约保证金。事实上，交付很少见，但商品保证金已成为交易所和经纪公司用来防范账户亏损客户违约的保护手段。商品保证金逃避监管的第二个原因是农业部对当前的行业观点——商品期货投机应由保证金要求进行控制监管持反对态度。粮食贸易局因此敦促国会采用保证金要求作为限额的替代。不过，该部门的证人作证说，根据以往的经验，保证金的设定应留给委托单位。政府认为，通过限制投机者可能持有的期货合约数量，“而非较高的保证金率，虽然在股票市场中是这样，”可以更好地控制过度投机。[1]”

国会同意农业部的意见，得出了以下结论，制止过度投机的最有效办法是限制投机者可以交易的期货合约数量。因此，美联储和其他政府机构均无权设定保证金要求。这个权力完全留给了商品交易所的。然而，在 1936 年通过《商品交易法》后，农业部改变了这个观点，商品交易所开始关注交易所设定的保证金要求在促成炒作中的作用。商品交易所担心交易所的保证金太低，并鼓励贸易商投机。国际原子能机构认为，实行最低保证金要求可“确保代理公司之间的公平竞争，并且倾向于保护那些如在没有实质性保证金要

① U. S. House, Regulation of Grain Exchanges: Hearing Before the House Committee on Agriculture on H. R. 8829, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 29 (statement of Dr. Duvel, Chief, Grain Futures Administration, Department of Agriculture).

求情况下可能倾向于在市场上占据更大市场头寸的客户，而不是现在的水平”。[①]

农业部的一名经济学家建议，头寸越多，保证金逐步提高。国际原子能机构认为，保证金增加可以使不负责任的贸易商和不良投机者脱离市场。商品交易所的立场变化太晚了。《商品交易法》颁布后，期货行业改变了自己的观点，并开始反对联邦政府为规范商品期货保证金而作出的努力。这引发了联邦政府是否应该控制保证金的斗争。在20世纪的剩余时间里，斗争一直在持续。

商品市场

根据1936年的《商品交易法》，许多贸易委员会被颁发了合约市场牌照，包括芝加哥期货交易所、芝加哥商品交易所、芝加哥开放贸易委员会、堪萨斯期货交易所、洛杉矶粮食交易所、密尔沃基粮食与证券交易所、明尼阿波利斯商会、新奥尔良棉花交易所、纽约棉花交易所、纽约商品交易所、纽约农产品交易所、圣路易商人交易所、旧金山商会和西雅图粮食交易所。橡胶、皮革、生丝和金属以前在纽约交易，但在1933年被并入商品交易所。

芝加哥期货交易所于1936年增加了大豆新合同。该商品在未来几年受到炒家热捧。尽管《商品交易法》禁止在期货市场的其他投机行为，但投机仍时有发生。各种各样的个人从事商品期货投机。20世纪30年代，农业部报告说，期货市场的交易者括1 000多名家庭主妇、500名失业人士、部分金融和贷款公司、数百名医生、牙医和律师、众多政府官员，还包括几家国内税务代理，以及超过100名的秘书和速记员。6名死亡的男子和11名寡妇也被发现在从事商品期货交易。

商品交易管理局创设之后，市场出现了许多问题。1936年5月，黑麦和玉米合约发生挤压。1936年12月，芝加哥期货交易所玉米合约的价格发生了波动，马铃薯合约交易也引起了关注。1937年9月，当一个多头交易者和两

---

① Commodity Exchange Administration, *Report of the Chief of the Commodity Exchange Administration*, 1949, p. 15.

个空头交易者彼此进行激烈的争斗时，玉米期货合约发生挤压。芝加哥期货交易所于1937年9月暂停买卖玉米期货合约，并下达了结算价。其中一个贸易商在交货月份9月控制了约3/4的多头合约。1939年，在嘉吉谷物公司的玉米交易之争后，芝加哥商品交易所将其驱逐出成员范畴。嘉吉公司向政府投诉。这一策略适得其反。农业局指控嘉吉公司通过卖空1 000万蒲式耳的玉米操纵了玉米市场。嘉吉公司因这一行为受到制裁。据说这个事情激发了科尔波特创作歌曲《永远在你的时尚中》的灵感，歌词包括“索恩先生……曾经囤积的是玉米，而不是干草”。

投机者在1939年重创了棉花价格。由于几个交易者的活动，棉花市场在当年遇到重重问题。在纽约，威廉·杜兰特（显然与被解雇为通用汽车公司总经理杜兰特为同一人）和其他人被发现欺诈商品交易客户。他们的计划涉及为客户双方进行交易。客户从市场的获胜方获得利润，同时也可以累积损失。商品交易管理局1938年的一项调查显示，被管理账户（由第三方交易的客户账户）中发现了一些滥用行为。控制账户的个人经常将有利可图的交易分配给自己的账户或其他优惠账户。这种欺诈行为在20世纪其他时候继续困扰着市场。

1936年的《商品交易法》显然是有缺陷的，该法案对阻止投机者操纵市场几乎无所作为。SEC主席道格拉斯（William O. Douglas）寻求对商品炒作进行更严厉的监管。道格拉斯特别关注商品交易中的看涨和看跌。富兰克林·罗斯福要求农业部长亨利·华莱士清理商品交易所。但华莱士拒绝了罗斯福，因为他认为他的对手道格拉斯正在寻求通过聚焦于商品交易所来扩大SEC的权力。这成为SEC和商品交易监管机构后来一系列管辖权争端中的第一个争端。

尽管芝加哥期货交易所的交易活动在1930年至1952年出现减少，但美国的期货市场仍然是世界上最大的。1939年，商品期货在15种不受管制的商品中进行，包括可可、咖啡、猪腩、大豆和糖。当年期货交易的总价值超过230亿美元。商品价格越来越被视为经济状况的重要指标。美联社发布了超过30种商品的加权批发价格指数，这些指数体现了价格水平及通货膨胀率或通

货紧缩率的变化，如同在大萧条期间一样。旧金山的报纸上仍在引用海军商店（包括松节油和松香）的价格。富达基金（the Fidelity Fund）1939 年在芝加哥期货交易所上市，按照州蓝天法的要求，如果证券在经 SEC 注册的交易所进行交易，则不需在各州的证券委员会进行登记。芝加哥期货交易所委员会已在 SEC 注册，富达的上市作为一种通融而被允许。但当这些州的规则发生变化时，富达后来就退市了。

第 4 节 市场遭到创伤

1929 年股市崩盘后幸存的一些投机者在 20 世纪 30 年代破产。其中一位是威廉·克拉波·杜兰特（William Crapo Durant），他在继续进行投机。这个曾经不可一世的通用汽车公司总裁最终以经营保龄球馆为生。虽然他活到了 85 岁，但死的时候已经是一个穷人了。杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）在股票市场崩盘时通过卖空赚了数百万美元，但他的进一步投机使其失去了一切。利弗莫尔在 1934 年 3 月申请破产，6 年后在纽约的雪莉—荷兰酒店的男士房间内被发现自杀。操纵和老鼠仓交易在继续。1933 年当禁令可能要被取消时，所谓的废除股票成为操纵者普遍针对的目标。约瑟夫·肯尼迪（Joseph Kennedy）参与的利比—欧文斯—福特玻璃公司的资金池受到“公司正在制造玻璃瓶，因此股票被归为退市一类”的流言影响。事实上，公司制造没有任何瓶子，其业务并没有因废除禁令而有所增长。[①] 美国商业酒类公司的股价在两个月的时间内从 25 美元上涨至超过 90 美元。然后价格又回落到 30 美元。该股被一群包括托马斯·布拉格和本·史密斯以及纽约证券交易所专家在内的人士所操纵。赫顿公司（E. F. Hutton & Co.）正在推动美国商业酒类公司的股票上涨，赫顿公司的成员鲁洛夫·卡顿（Ruloff E. Cutten）也是亚瑟尔·卡顿的亲戚，他持有公司的股票期权。

① U. S. Senate, S. Rpt. 1455, 73d Cong., 2d sess., 1934, p. 36.

交易在继续

更多合法的交易在继续。纽约证券交易所在1930年推出了一个新的500字符1分钟的股票行情显示系统，这比早期股票行情显示系统的速度翻了一番。到20世纪30年代中期，美国6 000多名经纪商正在使用超过9 000个字符的行情显示系统在美国和加拿大散布股票市场信息。另一项技术进步可通过反米烛光（Trans - Lux）这种机器将行情胶带投影在屏幕上。不幸的是，没有那么多事情需要报告。1932年7月，道琼斯工业平均指数从1929年381.17的高点下跌到41.22点。1932年在纽约证券交易所上市交易的股票只有4亿股。在路边市场交易的不到1亿股。道琼斯工业平均指数大幅上涨后，1933年交易量有所增加。但是上涨只是暂时的，而在1934年纽约证券交易所只交易了约3亿股。到1939年，纽约证券交易所每天交易量约为87万股，低于1929年日平均约400万股的交易量。1939年的日交易量大约有2.6亿股，低于1929年的10多亿股。数量的下降反映在席位价格上。纽约证券交易所的席位仅以5万美元的价格就可以购买。为了鼓励更多的交易，纽约证券交易所降低了公司在交易所上市的费用，但是对上市股票进行了持续的收费。纽约证券交易所放松了广告限制，并向公众开放了画廊，进入画廊不再需要会员的邀请。

在纽约证券交易所上市的股票通常需要由6位竞争性专家进行审核。联邦证券法规和SEC试图要求这些交易者在其专业审核的证券中维持市场的“公平有序”。专家也承担了其他义务。他们被要求为自己的账户承担“肯定”义务，以维持市场持续，提供深度和流动性。“否定”义务是限制专家对自己的账户交易，除非交易是为了保持市场的公平有序。专家需要确保客户有限订单的机密性，除非订单已经发布给了所有成员。1935年的一项研究发现，专家们在为自己的账户进行交易时一般是逆市操作而非顺市操作。这向SEC表示，专家们并没有强化市场趋势，而是为维持一个公平有序的市场作出了贡献。不过，SEC在1937年发布了所谓的萨伯斯坦解释（Saperstein Interpretation），要求专家通过交易促进价格的连续性，减少供需暂时不平衡的影响。

20世纪30年代，约有300名“两美元”经纪人在纽约证券交易所工作。这些经纪人对委托单位执行了超额订单，这些订单不能由自己场内经纪人进行处理。“两美元”经纪人在执行命令时将“放弃”其委托人的姓名。纽约证券交易所股票结算公司提供了集中交割证券和清算资金余额及贷款的地点来进行净额结算。净额结算减少了实际交割的证券数量，但仍有约50%的交易中需要交割。

在20世纪30年代，华尔街一个普遍而又奇怪的现象是手无寸铁的男子扛着或拉着箱子在经纪公司和纽约证券交易所股票结算公司之间往返。那些箱子里装满了数十万美元的股票。保证金交易仍在继续。经纪人在1929年市场崩溃时降低了保证金要求，以释放市场上的一些压力。但这个努力失败了。1931年，纽约证券交易所将其最低保证金要求降至约20%。但这也没有阻止市场下滑。在《1934年证券交易法》通过后，美联储采用了T条款，该条款规定了最低保证金要求。美联储在1936年将经纪人的保证金要求提高到50%以上，但在次年将这一要求降至40%。美联储将在20世纪剩余的时间内改变其25倍的保证金要求。美联储也采取了U法规，该法规对银行的保证金要求与对经纪商交易商的证券保证金要求相同。

对纽约证券交易所成员的借款从1929年的85亿美元下降到1939年的不足6亿美元。约80名货币经纪人为经纪公司提供资金帮助其发展业务。这些货币经纪人处理的定期贷款在纽约证券交易所内无法交易。20世纪30年代，一个金融市场在纽约路边市场设立。以前，在交易所交易的证券贷款是直接与银行进行谈判的。20世纪30年代以来，在纽约路边市场以外发展了场外柜台（OTC）市场。经纪商专门从事持续的做市业务，特别是OTC证券。国家报价局（the National Quotation Bureau）和北美证券交易商（the Security Dealers of North America）发布了OTC证券报价。国家报价局在1936年发布了超过9万份证券报价。尽管如此，在大萧条期间每年只发行约60亿美元的证券，而在1929年发行的新证券超过110亿美元。

政府证券

1934年，本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）出版了一本名为《证券

分析》的书，这本书成为了证券分析师学习的范本。格雷厄姆和他的同事戴维·多德（David Dodd）试图开发一种投资选择股票的方法。他们最著名和最成功的学生是后来成为内布拉斯加州奥马哈亿万富翁的投资者沃伦·巴菲特（Warren Buffett）。1933 年，邓氏（R. G. Dun）与邓白氏公司（Bradstreet Company）合并。1941 年，标准统计与普尔出版公司合并为标准普尔（Standard & Poor's）。比尔经纪人是伦敦市场的共同特征，但直到第一次世界大战爆发时，他们才出现在华尔街。这些经纪人处理银行承兑汇票和其他商业票据。到 1930 年，纽约的折现公司是私人发行"票据"中最大的经销商。另一个延迟进入美国的证券是国库券。虽然英国财政部自 1877 年以来一直使用国库券，但在美国，第一批现代国库券到 1929 年 11 月 26 日才发行。这是一项短期的债务，通过竞争性投标出售，并根据其面值折现率提供回报。这意味着国库券没有按照息票支付利息。1934 年发行的国库券期限最多达 6 个月。后来在 1935 年，一些国库券有 9 个月的到期日。1937 年，财政部开始限制国库券到期日于 90 天。国库券回报率并不是特别高，三个月的不到 0.1%。

国家银行债券支持的债券于 1935 年被召回。美国政府的其他长期债券，包括自由贷款和国债，在纽约证券交易所上市并在 OTC 市场上交易。政府债券的主要二级市场在《格拉斯—斯蒂格尔法案》颁布之前是国家城市公司和担保公司。之后，该业务由银行债券部门和一些专门从事政府债务工具的公司开展。这些更稳定的经纪商成为"认可经销商"，而且联邦储备银行接受这种认可。这些认可的经销商包括 C. F. 乔尔兹公司（C. F. Childs & Co.）、马萨诸塞州美国证券公司、波士顿第一国民殖民公司、所罗门兄弟公司和纽约贴现公司。20 世纪 30 年代，第一国民殖民公司成为最大的政府债券经纪商。

纽约联邦储备银行正在与政府债券市场的经纪商订立回购协议。在这些安排之下，美联储同意从经纪商处购买债券，并在稍后以指定价格将其转售给同一经纪商。这为经纪商提供了流动性，并被美联储用作向经纪商提供贷款的替代方法。1931 年，纽约联邦储备银行与纽约贴现公司、第一个国民殖民公司和所罗门兄弟等进行了这种回购安排。

市政债券免于向 SEC 注册和报告。然而，这些证券仍然受到 SEC 反欺诈

规则的约束。市政债券并不是无风险投资。1933年，底特律有4亿美元的未偿债务违约，这笔债务的最终付款直到1963年才完成。阿尔夫·兰登州长因为一个伪造计划在1937年暂停支付了堪萨斯州的市政债券利息。市政债券传统上分为四类：一般义务债券、收入债券、特别税债券和住房权利债券。一般义务债券是最安全的，因为它们得到了国家或市政府充分的信用支持。其他类别市政债券的安全程度较低。例如，收入债券依赖于特定收入来源（如收费桥或道路）的还款。工业发展债券在大萧条期间发展起来，并于1936年被密西西比州首次使用。另外一次发行是数年后在肯塔基被批准的。这些债券与收入债券相似，旨在吸引相关行业进入市政。这些债券是由市政府发行的，旨在为私营公司的建设提供资金。工业发展债券通常由所建房屋的租金来进行担保，这意味着他们由私人公司的信用担保，而不是市政府的信用支持。

对商业进行融资

电影行业也在大萧条中陷入了困境。威廉·福克斯（William Fox）控制了福克斯电影公司（Fox Film Corporation）和福克斯剧院（Fox Theater Corporation）。他于1929年获得了罗意威公司（Loew's, Inc.）的控制权，后者反过来控制了米高梅（Metro - Goldwyn - Mayer）。美国提出了反垄断诉讼来挑战这一组合，而福克斯同意将福克斯电影公司和福克斯剧院的控制权剥离给3名受托人，其中一名就是他本人。另外两个受托人分别是哈尔西和斯图亚特经纪公司（Halsey, Stuart & Co. brokerage firm）的斯图尔特（J. L. Stuart）。福克斯公司出现经营困难，并于1930年进行重组。重组中对如何进行融资存在相当大的争议。通用剧院设备公司（General Theater Equipment, Inc.）是福克斯的大债主，在这场争斗中，该公司获得了福克斯的控制权。通用剧院设备公司1932年接管了福克斯电影公司，后者在1933年再次重组。1936年，威廉·福克斯宣布破产，并承认企图贿赂联邦法官。派拉蒙电影公司（Paramount Film Company）也遇到了困难。它被重组，皇家保险公司（Royal Insurance Company）的哈罗德·弗廷顿（Harold H. Fortington）和一家快速发展的

投资公司——弗洛伊德·奥德伦的亚特拉司公司（Atlas Corporation）获得了控制权。

其他融资仍在继续。1930 年，威廉·兰多夫·赫斯特（William Randolph Hearst）宣布，他的赫斯特综合出版社（Hearst Consolidated Publications）将发行价格为 50 美元的 A 类优先股。他的报纸吹捧该股票是一个非常好的投资。福特汽车公司在市场崩盘之前仍组织通用信贷公司（Universal Credit Corporation）为福特经销商提供融资。它于 1933 年被出售给商业投资信托公司（Commercial Investment Trust Corporation），但该商业投资信托公司仍处理了福特汽车公司的大部分零售融资。大多数大型汽车公司都有自己的信贷业务。克莱斯勒使用商业信贷公司（Commercial Credit Company）进行分期销售，通用汽车公司（General Motors）于 1919 年创建了通用汽车公司受理公司（General Motors Acceptance Corporation），为消费者购买汽车进行贷款。汽车公司试图要求客户使用本公司的自有贷款，但政府指控这种行为违反反垄断法，该做法在 1938 年被停止。汽车公司也试图要求客户通过附属保险公司提供的融资来办理保险，但最高法院认为，各州可以禁止这种做法。

大萧条期间公开募股以筹集资金有所放缓，但也有其他方式可以在市场上筹集资金。风险资本是一小部分资金的来源。一批芝加哥商人投资没有商业经验的企业，在承诺取得了巨大成功的同时，也可能遭遇可怕的失败。该集团实际上开始于 1919 年，当时一家会计师事务所的成员指出，他们的一些客户需要额外的资金，并且可以从这些提供的资金中获得利润。然后他们组建了一个公司，其中 25 个人投资了 2.5 万美元。虽然执行委员会对投资可行性进行了报告，但公司的投资是以个人为基础的。“除非个人自己认购，否则不得要求用股东的资金进行投资，也不得将集团任何公司的资金用于投资”。[①] 1930 年，该公司被清算，总资本出现了损失。个人投资继续进行，1939 年该集团改组成为一个公司。

还存在其他有限的资金来源。公司有时直接提供其证券，而不用投资银

① Temporary National Economic Committee, Investigation of Concentration of Economic Power, Monograph No. 17 (Problems of Small Business), 76th Cong., 3d sess., 1941, pp. 356 – 57.

行家来寻求现有股东进行认购。资金可以从几个更容易的来源借得，包括银行、人寿保险公司或其他机构。这笔融资是通过定期银行贷款、商业抵押贷款、回租和设备贷款提供的。许多承销商开始处理设备信托证书。这种证书是在一段时间间隔内连续到期的债券，并由发行公司的设备来进行担保。这些证书通常由铁路或工业公司发行。

资本来源正在重新融入公司而远离个人，因为联邦税收不断“阻止个人积累资本，仅保留保险公司和储蓄银行作为唯一的大型投资基金来源”。[①] 证券的公开发行仍在继续，主要通过谈判承销和公开邀请密封投标的承销进行。承销模式略有差异。其中包括通过余额包销的承诺方式与现有股东商谈承销费用，这要求投资银行承担现有股东未认购的证券。投资银行分销的起点金额由公开发行价格来确定。这是投资银行家和发行人签订的价格，可以按此价格整体发行并投入市场出售。然后，发行承销商必须确定总体差价，即发行人收到的价格与向公众出售的价格之间的差额。许多人分担了毛利润，包括承销经纪商、承销参与者以及获得让步和期限的经纪商。根据证券性质，毛利润有所不同。

承销是根据发行人和承销商之间的承销协议进行的。承销商组成了一个辛迪加集团，集团中有管理人负责监督分销。管理人收管理费，他们负责将证券分配给其他参与者，并监督发行的整个过程。管理人或其他参与者继续稳定交易，以保证价格位于发行价以上。这些活动受到各种行政限制。包销协议中包含未完成包销的罚款条款及价格维持条款。

承销费用引起了很多批评。SEC 和其他批评家声称，承销商由一小部分投资银行家主导，他们可以在没有竞争压力的情况下自行决定费用。SEC 希望通过密封投标的方式向所有合格承销商开放承销。SEC 在 1941 年通过了一项规则，要求公用事业公司通过这一方式发行证券。当 SEC 首次提出这一规定时，投资银行家威胁抵制公共事业证券承销。之后，复兴金融公司宣布将介入竞标报价，以确保拍卖中的出价公平。州际商务委员会（Interstate Com-

① Swaine, *Cravath Firm and Its Predecessors*, p. 705.

merce Commission）对铁路债务证券采取了类似的规定。库恩—勒布公司在铁路承销上的业务受到严重影响。

新的领导人

老卫道士们也正在改变。摩根公司被《格拉斯—斯蒂格尔法案》所排斥，其在20世纪30年代不再主宰金融领域。拉扎德·弗雷斯（Lazard Frères）成为领先的投资银行公司。第二次世界大战之前的其他主要承销商包括摩根士丹利、第一波士顿公司、狄龙—瑞德公司、库恩—勒布（Kuhn，Loeb & Co.）和布莱思（Blyth & Co.）。金融世界正在以其他方式发生变化。高盛在1935年成立了零售部门。曾是摩根公司费城分公司的德莱克塞尔公司（Drexel & Co.）在《格拉斯—斯蒂格尔法案》通过后终止了业务。一家新公司，德雷克塞尔—伯纳姆公司（Drexel，Burnham & Co.,）成立于1935年，其由I. W.（"帕迪"）伯翰二世创立。它在20世纪80年代成为金融巨头，但最终也失败了。葛洛福根（Glore，Forgan & Co.）是另一家新兴的投资银行。它的业务起源于查尔斯·葛洛（Charles S. Glore）从1920年开始在芝加哥组建的合伙业务。马歇尔·菲尔德三世（Marshall Field III）于1920年底加入该公司，该公司经历了各种名称变更，直到1937年才正式命名为葛洛福根公司。马歇尔·福尔德三世于1935年从该公司退休。

巴凯姆瑞卡—布莱尔（Bancamerica - Blair）和赫非尔诺伊斯公司（Hemphill，Noyes & Co.）是纽约拿骚县超过200万美元债券发行的承销商之一。皮尔斯公司（E. A. Pierce & Co.）在西海岸开展业务。该公司于1935年收购了位于旧金山、洛杉矶和好莱坞的思劳特罗素（Slaughter & Russell）办事处。该公司公司在旧金山、斯波坎、洛杉矶、西雅图、帕萨迪纳、波特兰和好莱坞都设有办事处。德·惠添公司（Dean Witter & Co.）是另一家仍在经营的西海岸公司。它提供市政和公司债券相关服务，以及协助办理联邦所得税。德·惠添公司在旧金山和奥克兰设有办事处。它是旧金山场外交易所的成员，纽约场外交易所的联系人，纽约证券交易所、纽约棉花交易所和旧金山证券交易所的成员。怀特·韦尔德公司正在成为重要的投资银行家。该公

司在 20 世纪之交以墨菲特和怀特（Moffat & White）的名义开始了合伙业务。公司于 1910 年改名为怀特—韦尔德公司，成为一家风险投资公司，其买入公司证券，并持有长期股权。怀特—韦尔德公司也有佣金业务，从事承销以及私人配售。伊斯曼·狄龙公司（Eastman Dillon & Co）成立于 1910 年，是一家专长于宾夕法尼亚证券和其他股票的投资银行。

基德尔—皮博迪公司是几家公司的承销商。1930 年，当意大利政府和国际清算银行撤回存在该公司的存款之后，它遇到了麻烦。为了挽救该公司，摩根提供了 250 万美元，并协调几家银行安排了 1 000 万美元的循环基金。摩根向该公司引入了新的管理层，包括高盛的债券经纪商艾伯特·戈登（Albert Gordon）和斯通—韦伯斯特公司的两名合伙人。戈登和他的两个合伙人为该公司支付了 10 万美元，并将其总部从波士顿搬到了纽约。另一名引入基德尔—皮博迪公司来支持管理层的是基赛尔—金尼卡特公司的前高级合伙人，不过该公司目前也正在清算中。基德尔—皮博迪公司接管了费城国家银行证券分支机构的办公室和组织。数名来自于大通—哈里斯—福布斯公司、担保公司和国家城市公司的几名推销员加入了基德尔—皮博迪公司。公司逐渐恢复了实力。到 1937 年，基德尔—皮博迪公司在其担任管理人的承销协议中排在第 18 名。20 世纪 40 年代它达到第 3 名。

伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel Corporation）在 1937 年发行 4800 万美元的可转换证券失败了。纯净油公司（the Pure Oil Company）在 1937 年发行收益率为 5% 的 4 400 万美元可转换优先股也失败了。由于这些失败，爱德华·史密斯公司遭受巨大损失。为了挽救公司，它于 1938 年 1 月与查尔斯·巴利公司（Charles B. Barney & Co.）合并。合并的史密斯·巴利公司在全国许多城市经营着一个大型的零售分销体系。史密斯·巴利有多个部门，包括采购、集团业务、创新业务、贸易、销售和市政业务部门。

市场起伏

大萧条期间道琼斯工业平均指数涨幅多达 50% 以上。“令许多投资者不了

解的是，20 世纪 30 年代几乎是股票价格创历史最高的十年。”[1] 1933 年，道琼斯指数上涨 66.9%。1935 年，股市上涨超过 47%。当年 1 月，纽约证券交易所开始了一项广告活动，以增加股票投资的兴趣，1936 年交易量达到近 5 亿股。1937 年，随着价格水平的上涨和失业率的下降，经济衰退似乎已经结束。但希望总是短暂的。1937 年 9 月 7 日和 10 日，股市大幅下挫。纽约证券交易所总裁查尔斯·盖伊（Charles Gay）要求 SEC 在当年秋季关闭市场，但遭到了主席威廉·道格拉斯的拒绝。罗斯福总统也希望道格拉斯关闭市场，但道格拉斯也拒绝了这一要求。1937 年 8 月至 10 月期间股价下跌近 40%。1937 年 10 月 19 日，随着价格下跌，纽约证券交易所股票交易量超过 700 万股。这一市场下滑同时伴随着 1937 年 8 月至 1938 年 4 月的经济严重衰退，这个时期被称为“萧条中的萧条”。1938 年，道琼斯工业平均指数刚刚低于 100，1937 年达到 194.40，1938 年底又反弹至 158.41，但到 1940 年，国民生产总值（GNP）仍未达到 1929 年的水平。SEC 后来得出结论，股市下滑的原因是存在卖空。这一事件导致 SEC 通过了一项卖空规则。狄龙的詹姆斯·福瑞斯塔（James Forrestal）和克拉伦斯·狄龙·瑞德（Clarence Dillon Read）向 SEC 通报了如何起草这个规则。在这个规则下实施了“蜱虫检验”，即大多数情况下，卖空价格不得低于最后一次销售价格。

大萧条冻结了资本。在 20 世纪 30 年代中期，新的私人投资只有 1929 年的 1/3 左右。资本有的隐藏理由。1935 年提出的一项名为“浸透富裕”的税收法案，标志着罗斯福总统为攻击美国富人而作出了新的努力。[2] 立法要求收入超过 500 万美元时所得税率提高到 79%。这个比率只适用于一个人——约翰·洛克菲勒。罗斯福宣称投资的放缓是为了削弱他的权威。他称其为“资本罢工”。尽管“资本罢工”是否存在从未被证明过，但罗斯福利用这种担忧与金融家开始了另一场战斗。他把与“经济保皇派”的斗争比作 1776 年美国革命，罗斯福指责这些富人构成了“经济暴政”，有组织的政府是打击他们的

① Ellen Schultz, “The Next Century: Volatile Stocks Marked the ’30s,” Wall Street Journal, December 23, 1996, sec. C1.

② Kennedy, Freedom from Fear, p. 275.

唯一途径。据说，罗斯福正在进行一场对“有组织的金钱”（organized money）的战争，但他的发言是“赤裸裸的诋毁”。[①] 无论如何，罗斯福对华尔街的诽谤没有对经济复苏带来任何帮助。

华尔街把 1937 年的市场暴跌归咎于政府。美联储主席马里纳·埃克尔斯（Marriner Eccles）被一些经济学家认为在 1937 年和 1938 年使得该国重新陷入衰退。当时，美联储要求银行的储备金加倍。在这种挫折之后，美联储的货币政策更加小心谨慎。富兰克林·罗斯福在打击“有组织的金钱”期间收紧了财政政策。美联储还有其他问题。德克萨斯州的一位民粹主义者国会议员赖特·帕特曼（Wright Patman）认为美联储是银行家的阴谋和对该国的威胁。他急迫地为美联储制造苦难。帕特曼呼吁哥伦比亚特区评估美联储在华盛顿新办事处的物业税。然后，当美联储拒绝付款时，该地区试图拍卖美联储在华盛顿的总部。美联储声称它是联邦政府的一部分，因此免税。美联储最终在这个问题上占了上风，尽管它间接地由商业银行所拥有。

危机在继续

在 20 世纪 30 年代末，约有 50 万家公司向联邦政府提交报税表。在美国大约有 200 万家商业公司在经营。即使如此，经济仍处于停滞状态。1938 年，美国有 1 000 万名以上的工人失业，约占劳动人口的 1/6。复苏仍然难以捉摸。1939 年，美联储的经济学家劳克林·库里（Lauchlin Currie）认为，大萧条标志着美国经济“成熟”了，其增长能力即将结束。“商业银行及其关联公司的资本金从投资银行领域退出，而这些银行和公司以前是证券发行的首要经纪人和承销商”,[②] 对美国金融体系产生了重大影响。《格拉斯—斯蒂格尔法案》将商业银行职能和投资银行分拆，这从市场上转移了大量资金。以前，商业银行家提供了进行承销所需的资本。投资银行业务和商业银行业务分离后，投资银行只有少量资本，无法填补空缺。投资银行与商业银行业务的隔离使得金融家无法让经济摆脱低谷。

---

① Kennedy, Freedom from Fear, p. 282.

② United States v. Morgan, 118 F. Supp. 621, 647 (S. D. N. Y. 1953).

1929 年的股市崩溃成为许多问题的罪魁祸首，也成为大萧条的原因。哈佛经济学家约翰·肯尼思·加尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）在其发生后的几十年里就把这个责任归咎于“投机狂潮”。诺贝尔经济学奖获得者米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）后来则表示，美联储未能及时扩大货币供应至少部分地造成了股市崩溃，也应为由此而造成的大萧条负责。银行业危机和美联储拒绝增加货币供应量，为大萧条创造了条件，后来又为其扩张和长时间持续奠定了基础。其他应负责的则是，《格拉斯—斯蒂格尔法案》和联邦证券法实施的惩罚性关税、贸易壁垒以及对金融家的打击。尽管罗斯福政府惊醒了大量支出，并对商业进行攻击，但美国仍然陷入萧条。

皮诺委员会对公司治理的关注因 20 世纪 30 年代阿尔道夫·贝利（Adolf Berle）和加德纳·米恩斯（Gardiner Means）出版的专著《现代公司与私有产权》而有所改变。他们声称，公司正在为管理层的利益而奔波，而不是为拥有该公司的广大股东。贝利和米恩斯将对企业控制区分为多数控制、少数股东控制和管理控制。多数控制意味着股东或集团股东控股了大部分股票。少数股东控制意味着一个股东持有大量股票，但其余的股票被广泛持有。少数股权让控股集团能够维持对代理机构和管理的控制。例如，洛克菲勒家族在受到政府和新闻界的攻击之后，在标准石油公司中只占少数股东权益，但该家族对这些庞大的企业拥有控制权。管理控制意味着任何个人或相关组织团体没有较大的股权份额，甚至没有特别的少数股权。在这种情况下，管理层控制了代理机构，可以在不受股东干预的情况下自行行事。在许多公司中，对管理层真正的检查仅是法院对董事信托义务的检查，要求他们避免利益冲突。即使如此，法院一般尊重董事和高级管理人员的业务判断。

贝利和米恩斯教授在批评公司的同时，也承认公司“事实上已经成为财产保有的方式和组织经济生活的手段。在很大比例上，可以说（公司体系）已发展形成，就像曾经存在封建制度一样。公司本身就是一个价值和权力的结合，它已经获得了一定程度的重视使得能将它作为一个主要的社会机构来

处理。”贝利和米恩斯预测公司将成长为“超乎想象的规模”①。事实上，巨型公司的时代已经到来。1932年，美国电话电报公司的资产已超过50亿美元，员工人数超过了45万名。该公司拥有超过56万名股东，但没有一名股东拥有该公司1%以上的股票。

第5节　投资公司和保险监管

在大萧条期间另一种形式的投资公司变得较为流行。它们有被称为定期支付计划或分期投资计划。这些工具仅是分期出售投资公司的证券。买方按照投资公司投资组合中证券的市场价值来确定其面额证券的净资产值。大萧条期间，面额证券持续在出售。如果买方作出了付款，这些工具是在未来的某个日期向持有人支付特定金额的无担保债务。面额证券在进行了最低付款后具有现金解约价值。这些证券的面值通常为2 500美元或更少，分期付款期限通常在10~15年。持续购入和赎回的开放式共同基金日益增多。虽然开放式共同基金在20世纪20年代中期就出现了，但到1932年左右才真正流行起来。由于股市短暂上涨及1936年被给予的优惠税收，互助基金在1936年和1937年才变得更加活跃起来。到1937年，投资者在开放式共同基金中投资了约1亿美元。开放式共同基金的份额以其净资产值加上销售费用出售。

在大萧条之前，大多数投资公司已经由成熟的经纪公司来进行赞助。然而，开放式共同基金公司通常由个人和专门从事该业务的公司进行管理或赞助。开放式共同基金使用通常与投资公司的赞助商相关联的主要分销商，这些分销商拥有发行其证券的独家许可。分销商经常使用批发商出售这些股票。批发商有分配的销售领域，并在该分配地区雇用零售经销商。20世纪30年代，有多达500~600家的零售经销商可以同时用来出售投资公司的份额。

单位投资信托（固定信托）在1930年至1931年很受欢迎。在此期间发行了超过6亿美元的相关证券。基赛尔—金尼卡特公司在1931年出售的单位

---

① Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property, p. 3.

投资信托被称为“企业信托份额”。这笔投资代表了存放在美国存托公司的普通股的所有者权益。大通国家银行担任受托人。此单位投资信托包括向28家美国“最成功的公司”发行的份额，这些资产份额被推荐为“保守投资”。

滥用

特定单位投资信托的优点往往被过高估计了。时任纽约证券交易所总裁理查德·惠特尼（Richard Whitney）在1931年谴责这种信托，声称他们收取了超额佣金，并且他们的广告并不十分合理。20世纪30年代，国会揭露了存在于单位投资信托的其他滥用行为，包括不公平定价、销售负担过重和隐藏费用。股东们不断地投入或者赎回，这大大增加了信托收取的佣金。投资公司正在自我巩固。由弗洛伊德·奥德伦（Floyd B. Odlum）出于兴趣组建的阿特拉斯公司（the Atlas Corporation）逐渐壮大，到1929年拥有超过570万美元的资产。奥德伦通过使用借入的证券贷款来投资，为此大赚了一笔。1930年至1936年，阿特拉斯公司开始收购其他投资公司。收购的其中一家是高盛交易公司（Goldman Sachs Trading Corporation）。阿特拉斯公司将其资产增加到逾1亿美元，成为美国最大的公共投资公司。公司实际上是约30个投资信托的合并。塞利格曼公司（J. &W. Seligman）在1929年1月组建设了一家投资信托基金，即三洲公司，该公司拥有5 000万美元的资本。1929年8月，塞利格曼公司成立了另一个投资信托，名字叫三洲联合公司（Tri – Continental Allied Company），资本额与前者相同。崩溃事件发生后，这两个信托于1929年12月合并。然后，三洲公司利用大萧条期间有利的市场条件购买了其他几个投资信托，包括韦奇伍德投资公司（Wedgewood Investment Corporation）、投资者权益公司（Investors Equity Company）和蓝岭公司（Blue Ridge Corporation）。

20世纪30年代的主要投资公司包括雷曼兄弟公司（1935年时是一家资产超过8 100万美元的封闭式公司）、马萨诸塞州投资者信托基金（1935年时是一家资产超过8 000万美元的开放式管理公司）、合并投资者公司（是一家拥有超过5 700万美元资产的开放式投资公司）、三洲公司（是资产超过5 300

万美元的封闭式公司)、优选行业公司（是拥有资产超过 4 700 万美元的封闭式公司)、道富银行投资公司（一家资产近 4 500 万美元的开放式公司)、芝加哥公司（一家资产超过 4 300 万美元的封闭式公司)、蓝岭公司（一家拥有超过 4 200 万美元资产的封闭式公司)、亚当斯快递公司（一家拥有近 3 800 万美元资产的封闭式公司)、美国和外国证券公司（一家资产超过 3 600 万美元的封闭式投资公司)、美国国际公司（一家资产超过 2 600 万美元封闭式公司)、五月花联盟（一家拥有超过 1 500 万美元的封闭式公司)、审慎投资者公司（一家资产超过 1 500 万美元的封闭式公司）和阿特拉斯公司（一家资产为 1 亿美元的封闭式公司)。

纽约证券交易所的成员公司普林斯与怀特利公司（Prince & Whitely）于 1930 年破产。该公司发起了一家信托投资公司，后来成为凤凰证券公司 (Phoenix Securities Corporation)。凤凰证券公司 1932 年被卖给华莱士・格罗夫 (Wallace Groves)，后者利用凤凰证券公司来收购其他不良企业。1938 年，华莱士购买了购卖了阁楼公司（Loft Inc.）的股票。其时，阁楼公司刚刚解雇了总裁查尔斯・古斯（Charles G. Guth)。阁楼公司正在就对百事可乐公司的权利起诉古斯，古斯正是通过阁楼公司获得并发展了百事公司。阁楼公司获得了百事可乐的控制权，因为阁楼公司发现古斯滥用了阁楼的诚信义务来为自己进行投资。凤凰证券公司收购的其他证券包括制造建筑产品的纤维公司（Celotex Company）以及生产沥青屋面和石膏的专业产品公司（Certain - Teed Products Corporation)。

阿尼盖尼公司（Alleghany Corporation）在大萧条期间进行了重组。它拥有了 20 世纪 40 年代在明尼阿波利斯成立的投资者多元化服务公司（IDS)。IDS 门对门出售互助基金。IDS 在 1943 年遭到 SEC 的责难，但幸存了下来。到 20 世纪 50 年代末，IDS 拥有了 15 亿美元的资产。与此同时，截至 20 世纪 30 年代，投资公司为约 200 万投资者持有约 40 亿美元的资产。1/10 的美国证券投资者持有投资公司股份，但这些投资公司遭受了巨大损失。到 1940 年，封闭式投资公司往往出现净资产值大幅打折的情况。开放式公司的赎回额比销售额更多。

立法

《1935 年公用事业控股公司法》授权下，SEC 对投资公司的业务进行了研究。SEC 的调查发现了许多滥用行为，并以此调查形成了规范投资公司的立法基础。该立法即《1940 年投资公司法》（*the Investment Company Act of* 1940），该法被认为是“有史以来最具进攻性的金融法案[①]”。其他要求还包括投资公司要向 SEC 注册。一家投资公司中，40% 的董事会成员被要求为“独立”的，不超过 60% 的董事会成员可以由公司的投资顾问组成。同时，法案要限制与附属关联人的交易。在定期支付计划中，销售任务也要进行限制。《1940 年投资公司法》禁止投资公司发行债务证券、增加杠杆的优先股或限制股东控制。在大多数情况下，投资公司不得购回自己的股份。投资公司无法就其证券发行认股权证，同时共同基金限制了其在挽回赎回权方面的能力。《1940 年投资公司法》通过后，共同基金共持有 4.48 亿美元资产，共有基金股东 29.6 万名。

立法之后成立了投资公司研究所（the Investment Company Institute）。这是一个行业交易集团，旨在保护其成员免受额外的监管，后来免受来自银行的竞争。银行的信托部门和行使养老基金管理职能的部门可以免受《1940 年投资公司法》管辖，即便这些业务在集中执行时，有类似共同基金的特征。美联储裁定商业银行可以通过信用账户进行交易，这对那些商业银行大有裨益。这类操作自 1927 年就开始了，有效地允许银行将信托账户视同共同基金。这项裁定后来引起了其与投资公司研究所的冲突，该研究所向最高法院提起了诉讼。

另一项新政法规对投资顾问进行了监管。一般来说，在第一次世界大战之前，律师、银行和信托公司以及经纪商都可以提供了投资建议。“直到世界

① Clifford E. Kirsch, ed., The Financial Services Revolution: Understanding the Changing Role of Banks, Mutual Funds, and Insurance Companies, p. 382.

大战结束，投资顾问才作为重要的独立职业或专业出现[①]。”第一次世界大战后，代表经纪商、银行或信托公司的独立投资顾问人数大幅增加。因为投资者想要寻求独立和不偏不倚的专家建议，投资咨询服务在 20 世纪 20 年代快速增长。另外，证券数量也有所增加，而且它们变得越来越复杂。1929 年股市崩盘后，遭受的损失进一步鼓励了投资顾问的使用。SEC 在 1939 年进行的一项研究披露，在近 400 家被视为投资顾问的公司中，仅有 10 家公司在 1919 年之前成立。SEC 的研究发现，约 50 家公司管理着总额超过 40 亿美元的资金。这些顾问或资金管理者已经成为行业的一个组成部分。信托法律顾问公司（Fiduciary Counsel, Inc.）是一家在20 世纪30 年代经营的咨询公司。这家投资顾问公司当时监管着超过 2 亿美元的资金，其服务包括它“仔细检查”的“税收角度”。[②]。卡拉维·费雪公司（Callaway, Fish & Co.）是另一家提供投资服务的公司。投资公司也担任其他投资公司的顾问。

SEC 的研究显示，大多数投资顾问根据管理资产的比例对客户收取费用。费用从资产总额的 0. 25% 到 1% 不等，具体取决于管理的资产总额。一些公司以他们的客户所赚取的利润为基础，通常为利润的 25%。其他投资咨询公司不论资产的业绩或价值如何收取固定费用。SEC 关注的是业绩表现费用的适当性。这些费用与客户账户的利润相关联。SEC 认为这是不适当的，因为它鼓励顾投资顾问用客户资金进行赌博，即顾问为了获得巨大回报可能去冒大的风险。这种安排被表述为“只不过是正面我赢，反面你输”。如果投资顾问没有成功，他也没有任何损失，然而，客户却会失去很多。SEC 的研究发现还存在其他利益冲突，比如投资顾问有多个客户，在执行时需要优先考虑一个客户。将咨询合同从一位顾问分配到另一位顾问的做法虽然很普遍，但饱受质疑。这导致客户获取的咨询服务与之前签署的合同并不相同。

这些滥用行为让国会确信有必要进行立法。1940 年《投资顾问法》应运

① Securities and Exchange Commission, Report Pursuant to Special Study of the Public Utilities Holding Company Act of 1935 on Investment Trusts and Investment Companies (Investment Counsel, Investment Management, Investment Future Prices, and Investor Advisory Services), p. 3.

② New York Times, March 28, 1933, p. 30.

而生。这项“强制性普查”要求投资顾问进行登记。该法旨在通过注册确定投资顾问正在扮演的角色以及他们如何处理私人资金。该法禁止欺诈和贪污客户资金。讲诚信的报纸和其他出版物以及教师、经纪商和银行免除注册和接受管理。SEC 关于投资顾问的报告已经将“倾销者”和讲诚信的投资顾问区别开来。《投资顾问法》反映了对这一问题的担忧。为了清除倾销者，该法禁止投资顾问使用投资咨询来描述他们的业务，除非他们在较大程度上参与了投资建议。该法禁止收取业绩费，同时在没有客户同意的情况下，禁止转让投资咨询合同。

市场活动

同时，证券市场在继续发展，但增长并不强劲。纽约场外交易所的座位在大萧条期间曾卖出过不高于 650 美元的低价。《华尔街日报》上刊登了道琼斯商品价格指数、道琼斯期货指数和以 40 只债券为基础的道琼斯债券平均指数。到 1940 年前后，约有 6 000 家经纪公司在美国经营。许多经纪公司在大萧条期间相互合并，而且这种趋势还在延续。贝奇公司（J. S. Bache & Co.）仍然是芝加哥和纽约的经纪商。格兰特·霍尔和普兰科特公司（Grant, Hall & Proctor）是联合证券交易商协会的成员，也是银行股票交易商协会的成员。纽约证券交易商协会的成员克洛克·米勒公司（Clokey & Miller）于 1940 年买卖汤普森自动武器公司（Thompson Automatic Arms Corporation，冲锋枪制造商）的证券并为其报价。另一个重要的公司是斯通—韦伯斯特和布洛杰特公司，其于 1927 年组建，涉及斯通—韦伯斯特与布洛杰特的业务合并。斯通—韦伯斯特的业务为批发和零售业务的承销和分销。它拥有市政债券业务，并“向证券发行人和投资者提供了全面的金融服务。”[①] 斯通—韦伯斯特在 20 世纪 40 年代将业务集中于公用事业金融和天然气管道及配送。它的中央办公室设在纽约，但在波士顿、芝加哥、费城等地设有分支机构。1946 年，该公司更名为斯通—韦伯斯特证券公司（Stone & Webster Securities Corporation）。

① United States v. Morgan, 118 F. Supp. 621, 677 (S. D. N. Y. 1953).

第一波士顿公司正在通过维持在银行和保险股中的市场来增加其存在感。1940年4月2日，哈里曼·利普雷公司（Harriman Ripley & Co.）、基德尔—皮博迪（Kidder, Peabody & Co.）以及其他承销团体成员宣布，出售15万股华特迪斯尼制作公司（Walt Disney Pruductions）6%的累积可转换优先股。克里斯蒂安娜证券公司（Christiana Securities Company）在1941年1月销售了7%的可累积优先股，收益率为5%。由塞利格曼公司组建的大型投资公司三洲公司于1938年组建了联合证券公司。它接管了塞利格曼公司的承销业务，之后基本转型成为经纪商，不断减少其承销活动。联合证券公司迅速成长为行业领先的承销商，在哈特福德、波士顿、布法罗和锡拉丘兹等地均设有办事处。

纽约证券交易所允许其会员公司“得体地”做广告[①]。美林公司是进行广告宣传的公司之一。它推动了“人民的资本主义”。美林公司在股市崩盘后，将其零售业务出售给了皮尔斯公司（E. A. Pierce & Co.）。那时候皮尔斯公司是全国最大的电讯化经纪公司。然而，美林公司继续保留了证券业务，并于1938年与之合并。一年后，皮尔斯公司经历了融资困难，然后被查尔斯·美林（Charles Merrill）和温瑟罗·史密斯（Winthrop Smith）挽救。这次合并使美林公司将其血统扩展到伯勒尔豪斯曼公司（Burrell & Housman）和盖瓦利公司（Gwathney & Co.），这两个公司合并后后者被皮尔斯公司收购。盖瓦利公司1820年在弗吉尼亚州里士满成立，最初担任船舶商人和佣金商人，后来成为纽约期货市场的交易商。伯勒尔豪斯曼公司于1885年开始成为纽约证券交易所成员，1907年是华尔街重要的一家公司，伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）曾在那里工作过。它先与盖瓦利公司合并，然后在1927年与皮尔斯公司合并。

美林公司在1940年4月更名为美林皮尔斯卡萨特（Merrill Lynch, E. A. Pierce & Cassatt）。名字最后的卡萨特指的是1935年出售给皮尔斯的一家费城公司。合并后的公司拥有超过50 000名客户，并在1942年通过与商品公司芬

① United States v. Morgan, 118 F. Supp. 621, 677 (S. D. N. Y. 1953).

纳比恩（Fenner & Beane）的合并进一步扩大。合并后的公司成为美林皮尔斯芬纳比恩公司（Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Beane）。美林公司试图向其经纪人灌输专业精神，强调客户的重要性，以及经纪人对客户提出良好建议的需要。美林为该公司雇佣的经纪人制订了专业培训计划。他们被称为“客户经理”，报酬主要是工资而不是佣金。不过美林公司并没有持续地向销售人员提供单一薪资计划。1942 年，该公司开始根据销售业绩提供额外的报酬。之后，还增加了其他因素，如根据企业和部门绩效来确定报酬。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》要求将商业银行和投资银行业务分离。包括摩根公司在内的几家大型投资银行已经将其业务分拆为单独的单元。1941 年，SEC 认为摩根公司摩根和摩根士丹利公司继续在共同控制下经营。SEC 指出，摩根士丹利成立以来，一直由摩根公司资助。他们使用相似的名称，两家公司之间也有许多业务关系，包括使用同样的律师。家族关系进一步限制了两家公司发展。不过，两家公司继续开展业务。

1941 年 1 月，纽约州立证券公司出售了加拿大政府部门和加拿大公共事业及工业的市政债券。该公司以净值在纽约的多伦多和蒙特利尔证券交易所下单。公平证券公司（Equitable Securities Corporation）出售了南卡罗来纳州斯巴达堡市的市政债券，收益率在 2.25% ~2.5% 。1941 年 3 月，纽约州发行了利率为 1.75% 的债券。债券由范 · 因根公司（B. J. Van Ingen & Co. ）承销。史密斯伯里斯公司（Smith, Burris & Co. ）为商人和制造商证券公司（Merchants and Manufacturers Securities Co. ）发行了 150 万美元期限 10 年、利率 4.5% 的债务工具，该工具附加有普通股的认股权证，价格是 102 美元（扣除应计利息）。马里兰州发行了定价在 0.8% ~1.05% 的债券。

1941 年 10 月，密苏里太平洋铁路公司发行了 2% 的设备连续信托证书，从 1942 年 10 月 15 日开始每年递增并持续到 1951 年。发行的这些证书不超过流线型轿车成本的 80% 。设备信托证书由密苏里太平洋铁路公司的受托人无条件担保。其发行须经州际商务委员会批准。这些债券由哈瑞斯—哈尔公司、伊利诺伊州公司、亚历山大 · 布朗—宋和麦克马斯特—哈奇森公司（Alexander Brown & Sons, and McMaster, Hutchinson & Co. ）承销。

到1940年，在纽约证券交易所上市的多只股票在也17个区域交易所中的一个或多个中上市。纽约市场交易所基本法禁止其成员在交易所以外进行证券交易。自1863年以来，其章程和规则也有类似的规定。SEC命令纽约证券交易所撤销这个禁令，因为该禁令也适用于区域交易所。SEC认为纽约证券交易所不应阻止在区域交易所进行证券的交易上市。不过，对纽约证券交易所上市的证券在场外交易所上市交易仍然是禁止的。这在今后几年将给纽约证券交易所带来问题。

政府调查

1941年，纽约联邦法院收到一些涉及证券的刑事诉讼。起诉书指控约有76人向东北部的数千名投资者出售了价格高达200万美元但实际无任何价值的石油股票。大部分被告都认罪。有13人接受审判，其中11人被定罪。在联邦反垄断法的支持下，针对财富集中的斗争不断加剧。1936年的《罗宾逊—帕特曼法案》（*the Robinson - Patman Act*）禁止价格歧视。1938年的《惠勒法案》（*the Wheeler - Lea Act*）禁止欺骗性的商业行为。20世纪30年，当托尔曼·阿诺德（Thorman Arnold）成为司法部的助理总检察长，负责反垄断执法时，司法部更积极地进行反垄断诉讼。阿诺德出版了《资本主义的民间传说》（*the Folklore of Capitalism*），该书对于反垄断法及其对垄断的应用持批判性态度。虽然存在各种担忧，但在阿诺德担任助理总检察长时，有200多起反垄断诉讼被提起。为了发动这场斗争，他将反垄断部门的规模从几十名律师增加到了近300名。阿诺德在法庭上经常感到沮丧，因为司法机构不想全面地应用反垄断法来限定竞争的形式和限制竞争。一位名叫斯通（I. F. Stone）的记者称阿诺德的反垄断部门为“一个破旧的城堡，但其失败有浪漫的原因”。[1]

1937年和1938年，国会试图通过了一项联邦法规，要求公司需获得联邦政府的许可。威廉·道格拉斯（William O. Douglas）是联邦公司法规的支持

---

① Doris Kearns Goodwin, No Ordinary Time: Franklin & Eleanor Roosevelt: The Home Front in World War II, p. 259.

者，而 SEC 则敦促出台一项阻止跨州许可经营的国家规定。这个提案遭遇到了反对。作为妥协，富兰克林·罗斯福创建了临时国家经济委员会（TNEC）来研究美国经济实力的集中度。这项研究由联邦贸易委员会、SEC 和司法部来主导。怀俄明州参议员约瑟夫·奥马尼（Joseph O'Mahoney）是该委员会的主席。临时国家经济委员会调查了垄断和其他反竞争限制，认为它们在 1937 年和 1938 年造成了经济衰退。委员会在进行了大量听证之后，于 1940 年结束了调查，期间共形成了几十卷多达数千页的证词。同时，许多专著在此期间出版。SEC 对美国 200 家最大公司的股权结构会进行了研究。他们认为，一小部分股东控制着这些公司的大部分[①]。临时国家经济委员会建议立法对企业兼并和进行州际贸易的国家公司合并进行限制。但这些提案没有被通过。

临时国家经济委员会和新的货币信托

临时国家经济委员会采取的调查研究方式与普洛（Pujo）和佩科拉（Pecora）的一致，即找到和攻击美国经济财富集中的根源。然而，摩根大通公司已不再是继续追捕有钱人的可行目标。由于《格拉斯—斯蒂格尔法案》强制剥离投资银行业务，该公司已经失去了大部分能力。然而，新的目标并不缺乏。杜邦家族的“影响范围”被认为很有意义。家族拥有的证券价值超过 5 亿美元。这些证券涉及杜邦公司（E. I. du Pont de Nemours & Co.）、美国橡胶公司（the United States Rubber Company）、菲利普石油公司（Phillips Petroleum）以及通用汽车公司（General Motors），1957 年最高法院裁决这些持有的证券违反了反垄断法。洛克菲勒家族持续的“影响范围”是另一个令人担忧的问题。该家族拥有约 4 亿美元的证券，其中大部分集中在石油行业。然而，在 1917 年至 1960 年，小约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller Jr.）自愿向慈善机构捐款 5 亿多美元，并通过洛克菲勒基金会主导了另外 5 亿美元的分配。

另一个被认为影响范围存在威胁的是梅隆家族。该家族拥有的股票总额近

① Victor Perlo, The Empire of High Finance, pp. 37 - 38.

4亿美元。梅隆家族的企业是美国所有家族或团体中最多元化的。梅隆家族的影响力主要集中在银行业，此外还包括伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel Corp.）、西屋电气（Westinghouse Electric）、隆星天然气（Lone Star Gas）、艾利斯—查默斯公司（Allis - Chalmers）、匹兹堡板玻璃公司（Pittsburgh Plate Glass Co.）、铂尔曼公司（Pullman Inc.）、美国铝业公司（Aluminum Company of America）、海湾石油公司（Gulf Oil Corporation）及琼斯和劳克林钢铁公司（Jones & Laughlin Steel Corp.）。梅隆家族在这些公司的持股比例不等，有的很少，有的则像海湾石油一样高达70%以上。这些披露令人兴奋，但临时国家经济委员会不能说服国会或公众起诉这些家族获得的巨大财富。

对保险业的调查

国家临时经济委员会调查的另一个目标是保险公司，这些公司正在稳步积累巨额的储备。然而，他们也被证明不过是货币信托耸人听闻的目标而已。事实上，许多保险公司在大萧条期间遇到了困难。有超过130家保险公司从复兴金融公司借款超过9 000万美元。国家保险公司（the National Surety Company）和马里兰州伤亡事故公司（the Maryland Casualty Company）是由复兴金融公司救出的两家公司。大萧条对保险业还有其他影响。保险公司减持了铁路债券，并被迫取消了许多房地产贷款抵押品的赎回权，这增加了其房地产的持有量。保险公司在很多投资中遭受巨大损失。由于保险公司将投资集中在低息政府证券上，投资回报率也在下降。由于强硬的保单持有人试图退保并获得保单现金价值，保险公司经历了资产挤兑。几个州通过立法冻结了索赔要求。一个试图逃避这种限制的人是财政部长威廉·伍丁（William Woodin），他要求兑现价值68 000美元的人寿保险保单。但这个要求被拒绝了。

即使存在各种困难，国会似乎并没有像对证券、银行和期货行业那样寻求规范保险业。其原因在于20世纪初纽约的阿姆斯特朗调查结果致使国家立法将保险公司排除在了股市投机之外。这使得保险公司逃离了20世纪20年代的许多投机性过度行为，并使其摆脱了在其他经济领域寻求扼杀金融家的

国会调查。临时国家经济委员会确实考虑了 SEC 提出的建立一个新的联邦监管机构来监督保险公司的建议。一名 SEC 专员也向临时国家经纪委员会建议，应向联邦特工人员开放对人寿保险公司的访问权力，并要求公司向联邦政府进行登记和报告。该专员还希望人寿保险公司将更多的储备投资于普通股。保险公司大力反对这种做法，指出民主党和共和党的纲领都承诺，保险公司的监督权将留给各州。最终，SEC 的提案被拒绝。

行业结构

虽然保险行业在萧条时期遭受了损失，但 1933 年生效的 7 000 万人寿保险保单在 1940 年价值就达到 1.24 亿美元，存量面值超过 1 100 亿美元。这些保单由 300 多个人寿保险公司发行，资产超过 208 亿美元。五家最大的保险公司分别是大都会人寿保险公司、美国保诚保险公司、纽约人寿保险公司、美国公平人寿保险协会，以及互助人寿保险公司。大都会人寿保险公司是美国第二大公司。到 1940 年，“法定储备”人寿保险公司主导了保险业务，业务占人寿保险保单的 95% 左右。其余的保单大部分是由兄弟会和评估协会开的单。法定储备人寿保险公司同意为指定的保费支付一定收益，但收益不可降低，保费不能增加。国家法律要求法定储备人寿保险公司根据合同类型、被保险人的年龄、死亡率以及收益假设要维持其保单所需的准备金。

人寿保险分普通保险、行业保险和团体保险。普通保险向个人发售，死亡金额为 1 000 美元及以上，并需要定期缴纳保险费。普通保险通常需要体检，行业报险则不需要。行业保险仅支付小额死亡抚恤金，并通过有限的渠道向人们出售。这种保险被认为是“丧葬”保险。保费按周或月支付，并一家一户上门收取。到 1928 年，美国人寿保险中约有 25% 是行业保险。这证明人寿保险正在成为劳动者的产品。美国劳工联合会于 1926 年创建了联合劳工人寿保险公司。团体保险是根据雇主的保单为雇员提供的保险。雇员在雇主的主保单下进行投保，无须进行体检。

随着第二次世界大战的爆发，人寿保险出现了许多变化，包括终身保险、养老保险和定期保险。保诚保险公司提供了大约 130 个种类的保单，但在

1940年占主导地位的是个人寿险。只有在特定时期或有限期限内出现死亡，定期保险才能提供死亡抚恤金。这些保单的成本随着被保险人年龄的增加而增加，一旦被保险人年满60岁，就会被禁止投保。为避免这个问题，保单持有人可以利用人寿保险的平均保费概念，固定保险期间内每年的保险费用。计算平均保费是为了确保保险费的利息回报能为公司提供足够的资金来支付索赔。这意味着被保险人早期的保险费将高于定期保险，而后期则较少。在保险期间要求持续保费支付的保单称为普通人寿保险保单。如果付款的时间有限制，这个保单就被称为限期缴费保单。养老保险合并储蓄与定期保险，是指在规定期限内提供保险，并在规定期限结束时提供一笔特定款项。在养老保险中，保险期结束时，保单的面值金额将被支付给被保险人，或被保险人在保险期内死亡时，这笔钱将支付给保险受益人。

终身寿险和养老保险规定了保险“退保”价值，即保险公司在投保人退保后将向投保人支付的金额。保单的贷款价值是保险公司基于保单的贷款额度，通常等于保单的现金价值或退保价值。由于贷款是公司的储备而不是保单持有人的财产，因此基于保单的贷款必须要支付利息。保单规定了不可展期条款，即保单持有人不能利用该保单的借款或退保金来支付保费。多年以来，在终身寿险保单期限内，如被保险人达到96岁，即便其没有死亡，保险公司也会向受益人进行支付。这个年龄被认为是经精算后的生命极限。老约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller Sr.）是接受这一慷慨的其中一人，他在1935年达到了这一里程碑似的年龄。

第二次世界大战之前，人身保险和伤亡保险一般是分开运作的。伤亡保险一般集中于一些特定的领域，如火灾保险等。1940年，意外保险和健康保险仍被视为保险公司的副业。年金保险又是另外一码事。在1929年股市崩盘之前，它的发展前景并不确定，但在大萧条期间其成长为一个主要的业务。1904年，保险公司收到大约1 100万美元的年金保费，但直到1916年保费才再次达到这个数额。从1916年起，年金保费稳步增长，1927年之前，保险公司签署了大规模的年金保险合同。1930年，保险公司收到了9 000万美元的年金保费，然后年金保费开始飞涨。1933年，出售的年金

数量大幅增长。当时，美国约有30万份固定年金合约。1935年的年金保费总额超过了1866年至1927年的所有保费总和。到1937年，年金合同的保费收入为17亿美元。年金保险合约的储备金从1929年的4亿美元增加到了1938年的26亿美元。

大萧条期间，年金的主要形式是即期年金和延期年金。即期年金是在年金合同签署后马上就开始支付的年金。年金通常由买方一次性支付。延期年金通常在规定期限后开始支付，并在延期期间通过定期保费来进行购买。保险公司出售的另一种产品是单项保险年金，这种年金通常一次性支付，收益被推迟时也是如此。虽然年金在不断发展壮大，但由于寿命延长等原因，年金也被视为保险业务的难题。从1933年到1938年，多家保险公司在纽约人寿保险公司首席精算师兼副总裁亚瑟·亨特尔（Arthur Hunter）博士的办公室举行了多次会议，以建立统一的年金费率体系。在这些会议上，审议的其他事项还包括参与年金向受益人提供投资回报的可取性、单一保险年金数额的限制、现金退款以及分期年金和临时年金。这些会议也被用来制定统一的保险条款和利率，也即确定价格。

人寿保险公司的资产在1906年至1938年增加了80%以上。保险公司的储备金增加到了对投资和资本流动具有国家级影响的程度。“法定储备人寿保险公司的投资政策和实践绝对影响到了这个国家经济生活的每一个阶段。[①]”1929年至1938年，美国最大的保险公司投资了大约280亿美元，投资中的大部分与证券、抵押贷款、保单贷款和房地产相关。1930年，人寿保险公司持有的资产中约有2%是工业和其他债券，24%是铁路和公共事业债券。大量人寿保险公司有很大一部分投资是投向政府债券的。1937年，26家最大的保险公司拥有美国政府11%以上的长期债务，以及长期私人债务的大部分和价值超过15亿美元的房地产。

① Temporary National Economic Committee, Investigation of Concentration of Economic Power, Monograph No. 28 (Study of Legal Reserve Life Insurance Companies), 76th Cong., 3d sess., 1940, p. 342.

保险行业的投资

大型人寿保险公司每天的投资金额超过1 000万美元。然而，他们的投资中只有少量是股权投资。保险公司投资的证券绝大部分是债券而不是股票。1940年，临时国家经济委员会发现，人寿保险公司积累的储备越来越多。“实际上这是对收入的储蓄资金进行了绝育，以防止资金流入新的风险领域或具有风险因素的新企业。因此，小商人或一般工业者被剥夺了进入这个更重要的资本储藏器的权利。”[①] 保险公司正试图使其投资“无风险”。事实上，他们对债券的需求正在使被投资的企业变得更加危险，因为这促使公司发行更多的债务，使得债务和权益比率变得不平衡。此外，保险公司参与债券招标推动了利率下调，进而降低了保险公司的投资回报率。

临时国家经济委员会指出，保险公司对债券投资的重视可能带来困难，“除非人寿保险公司能找到方法，通过这些方法，他们控制资金的将会激励新的企业并且小中型商人也有平等机会可获取[②]。该委员会认为保险公司应增加对普通股的投资，‘以使工业企业不会因债务而负担过重’。[③]”然而，保险公司进行股票投资的能力在阿姆斯特朗调查后受到国家保险法案的限制。此外，保险公司已经接受了这些限制，并愿意接受投资回报较低这个事实，因为他们的资产风险也较小。保险公司高兴地夸耀说，尽管这是现代历史上最严重的大萧条，但他们资产的安全是“没有人可以匹敌的”。他们指出，正是因为他们避免了股权投资，才使得保险行业没有被1929年的股市崩盘所破坏。“令人高兴的是，本可能发生的灾难被避免了。”[④]

---

① Temporary National Economic Committee, Investigation of Concentration of Economic Power, Monograph No. 28 (Study of Legal Reserve Life Insurance Companies), 76th Cong., 3d sess., 1940, p. 378.

② 同上。

③ 同上。

④ Temporary National Economic Committee, Investigation of Concentration of Economic Power, Monograph No. 28A (Study of Life Insurance), 76th Cong., 3d sess., 1941, p. 4.

行业弊端

其他问题也还存在。20世纪30年代，旅行者保险公司（the Travelers Insurance Company）常常从其拥有或控制的两家银行大量借款。这造成了与银行的利益冲突。旅行者保险公司当时是第七大人寿保险公司和最大的非互助保险公司。保险销售代理制度也遇到了问题。虽然代理人在全国范围内有效地宣传保险，但他们经常沦于过度的索赔和令人遗憾的高压销售。代理人通常在总代理人或分公司经理的监督下工作，总代理是保险销售最重要的方法。总代理人在他的领区内可以雇用和开除代理人。他获得代理人的销售佣金，但也支付其代理机构的费用。总代理人采用销售竞赛的方式来增加业务开展，并鼓励高压销售策略。代理人向客户们进行"罐装"销售演讲，并制订了销售方案来回应客户的疑虑或反对意见。代理人被告知如何打破销售阻力，并应付销售压力，"如何调整自己的声音，什么时候应该微笑"[①]。在销售人寿保险时，代理人被告知要将"灵车退回到门前"[②]。

有时候保险也存在超卖。1938年，一个家庭共有44份保险单，其中40份是工伤保险保单。该家庭在这些保险上花费了约55%的收入。保险公司非常小心地维护投保人以防止其保险单失效。毕竟，失效的保单意味着保费的损失。一家保险公司向投保人发出以下警告：

我是一份失效的保单。寡妇的泪水沾染了我皱巴巴的脸庞。我只是被揉成一小堆纸丢到了我现在所处的垃圾堆。我曾经是一份生效合同。那时我因能够保证我主人的妻子有正常的收入而自豪，即便没有他，她也能继续生活下去。那时我对他的家庭而言，代表着舒适和安全。我也能确保这些资产免于税收和行政费用。

但是有些事情发生了。本应用于我的保险费的钱被用于其他不那么重要

① Temporary National Economic Committee, Investigation of Concentration of Economic Power, Monograph No. 28, p. 201.

② 同上，203页。

的事情。然后，死亡来临了。非常突然和意外地，我的主人离开了这个世界。事情发生如此快速，震惊了他的家人，当他们转向我求助时，他们找到了今天的我——一份失效的保单[①]。

特许人寿保险商（The Chartered Life Underwriters）的考试开始于1928年，慢慢成为一种向行业灌输专业精神的方式。各州也开始更密切地规范销售行为，即便这种规范并不十分有效。即便存在滥用行为，保险行业仍在继续逃避联邦监管。1915年至1917年，制订国家健康保险计划的努力在进行，但这个计划被拒绝了。1929年贾斯汀·福特·金博尔（Justin Ford Kimball）制订了一个预付费医院计划，美国人有了自己的基金会来替代社会化医疗。该计划成为“蓝十字”（Blue Cross）和“蓝盾”（Blue Shiela）的雏形。金博尔的计划被卖给一名达拉斯的教师。即使是在金博尔的计划之前，公司医生也在矿区和磨坊小镇提供预付医疗服务。小部分团体以前曾尝试过类似的计划。到1932年，约有67万美国人被工业固定费用医疗服务计划所覆盖。所谓的“蓝色健康保险计划”是以非营利为基础提供的，但直到20世纪60年代才有本地团体加入，当时一个强化的全国性组织试图整合不同的蓝色计划。

① Temporary National Economic Committee, *Investigation of Concentration of Economic Power*, Monograph No. 28, p. 91.

第5章
战争与金融重建

第1节　第二次世界大战与美国金融

1939年战争在欧洲爆发，这导致道琼斯工业平均指数在两个星期内下降了23%。随着冲突扩大，欧洲市场关闭，粮食价格下跌。商品价格如溜溜球一样来回波动，“精明的投资者涌入小麦市场。”[①] 这些影响是短暂的。欧洲战争增加了对小麦、玉米和棉花的需求，而所有这些在美国都是供给过剩的。随着战争需求的增加，工业增长开始恢复，并迅速扩大。美国的国民生产总值在1939年和1945年之间翻了一番，人均收入增加40%以上。美国的工业甚至在珍珠港事件之前处于创纪录水平。国防开支从1939年的13亿美元增加到1941年的60亿美元。失业率从1940年的超过14%下降到1941年的3%以下。然而，距离实现经济安全目标还有很长的距离。1940年，就业中的一半男性和2/3的女性年收入低于1 000美元。在1.32亿人口中，只有4.8万纳税人年收入超过2 500多美元。31%的美国家庭没有自来水或室内卫生间。58%的家庭没有中央供暖系统。

---

① Richard M. Ketchum, *The Borrowed Years: America on the Way to War* 1938 - 1941, p. 54.

战争准备

罗斯福政府建立了一批新机构来进行备战。1939 年，战争资源委员会成立。该委员会由美国钢铁公司前负责人领导，主要职责是在战争蔓延到美国海岸线时使全国动员起来。1940 年，紧急管理办公室和国防咨询委员会成立，以协助国防规划。1940 年复兴金融公司被授予广泛的权力，以协助动员美国的国防工业。其目标也从抗争大萧条转向备战。复兴金融公司创建了金属储备公司来储备金属，并在世界各地进行金属采购。复兴金融公司后来为美国收集旧金属活动提供融资。复兴金融公司还创建了一个防御计划公司，一个橡胶储备公司和一个国防供应公司，以承担防御工作的各项任务。

1940 年复兴金融公司宣布将协助银行向建造国防工厂提供贷款。最初，复兴金融公司承诺对银行发放的国防类担保贷款的 75% 提供再担保。在珍珠港事件后，这一比率提高到 90%。在 1941 年夏天，复兴金融公司向苏美贸易公司提供了 5 000 万美元的贷款，以为一项与苏联之间的提供便利交易。联邦政府还创立了一家航空信贷公司，为拉丁美洲的航空公司提供资金，以便与德国和意大利航空公司进行竞争。

罗斯福总统设立了物资供应优先及分配委员会（SPAB），负责在国防和国内需求之间分配物资。SPAB 由西尔斯罗巴克公司的唐纳德·纳尔逊（Donald Nelson）领导。珍珠港事件后，SPAB 成为战争生产委员会。为了确立战略物资的优先权，战争生产委员会制订了一项材料控制方案。1941 年，价格管理和民用供应办公室开始运作，从事价格、工资和租金管制立法的倡议工作。同年，生产管理办公室（OPM）取代了国防顾问委员会。该办公室由通用汽车公司的克努森领导，但他必须与劳动代表西德尼·希尔曼分享权利。珍珠港事件之后，复兴金融公司创建了美国商业公司（USCC）作为英国商业公司的交易方。USCC 从中立国购买了约 20 亿美元的海外物资。其采购计划的一部分旨在阻断德国关键物资的供应，如用于强化钢铁的“钨锰铁矿”。在一个奇怪的计划中，USCC 从土耳其购买香肠肠衣，以阻碍德国人对其喜爱食物的享用。1943 年，经济战争办公室接管了 USCC 的运作。

1942 年 5 月通过了《小企业法》。它创立了 1.5 亿美元的基金，用于资助小型工厂转换为战时生产力。罗斯福总统搁置了与大企业之间的战争，并在 1942 年 3 月宣布撤销那些进行中的干扰战争生产的反垄断诉讼，并且将在战争期间避免此类诉讼。1943 年成立的战争动员办公室由詹姆斯·伯恩领导，它取代了 SPAB，负责资源在军事和民用部门之间的分配。同年，复兴金融公司还创建了石油储备公司。该公司负责获得沙特阿拉伯的石油特许权在创建不久就被转交给经济战争办公室。复兴金融公司还特许战争损害公司对美国境内财产提供保险服务，赔偿受敌军攻击遭受损失的财产。虽然这项保险服务在设立初期是免费的，但后来必须支付一定保费才能获得保护。1940 年国家服役人员人寿保险法案开始执行。该法案为所有军队服役中的人们提供保险服务，也成为当时“历史上最大的单一人寿保险”[①] 另外，纽约在 1941 年成立了首个州生命和健康险担保协会。

罗斯福政府还创建了一个国防工厂公司（DPC）。该公司向通用公司预付了 3 亿美元用以制造飞机引擎。另外还有 1.7 亿美元投入到其他工厂。其中包括由 DPC 融资修建的从得克萨斯到东海岸的大口径和小口径管道。该管道为战争提供了很大的帮助。该公司还买卖石油以及制造降落伞用的生丝。它甚至融资建立了取代内战时代军中小贩的军中福利商店（PX）系统。但是它为了替代菲律宾麻绳供应而向大麻生产提供的 1 200 万美元融资却是一次失败的投资。国防工厂公司总花费超过了 90 亿美元。

在战争期间还多次增加了很多机构，其中包括文讯检查办公室、美洲事务协调专员办公室、国防健康与福利服务办公室和应急管理办公室。其中有些开支并没有公开。开发原子弹的曼哈顿计划雇用了 15 万人，花费了超过 20 亿美元，还秘密建立了规模巨大的设施。

欧洲战争的影响

战争在欧洲爆发时，美国的黄金库存增加了约 40 亿美元。这是由于英法

① S. S. Huebner and Kenneth Black Jr. , *Life Insurance*, p. 525.

两国用黄金支付其从美国购买的材料。随着美国黄金储备的增加，1941 年，大约 85 亿美元的黄金从纽约转移到诺克斯堡。这次转移使诺克斯堡的黄金总价值达到 140 亿美元。为了妥善保管，许多国家把多余的黄金贮备运送到美国。到 1941 年 3 月，保存在诺克斯堡的黄金大约占了世界黄金总量的 50%。即使总统也忍不住想要看一眼这一储藏。1943 年 4 月，总统来到了诺克斯堡。为了妥善保管，一些政府存档的重要文件被搬运到藏金保险库，包括《独立宣言》《美国宪法》和《葛底斯堡演说》。由于铜的短缺，过剩的白银储备被用作国防工厂电气装置中。仅在曼哈顿项目中，约 13 000 吨的白银从西点运往橡树岭，用于替代所需的铜。超过 6 000 万美元的白银通过火车运到加利福尼亚用于防御工事中的电气装置。1943 年 5 月，参议院白银委员会批准了向英国租赁 500 万盎司白银的提议。但由于白银供应被其他的需求所耗尽，政府拒绝了一项每月向英格兰出借 100 万盎司白银的计划。

英国投资者在战争爆发时抛售大量的美国证券。正如第一次世界大战期间一样，作为战争筹款的一种手段，英国政府要求其公民放弃持有的美国证券。1941 年 1 月，在纽约的英国代理人以每周 1 000 万美元的速度抛售美国证券。在那一年间，英国政府卖出了超过 15 亿美元的美国企业和政府证券。这些交易许多是由摩根大通安排完成的。抛售的压力迫使市场价格下跌。为了缓解这些抛售给市场的压力，复兴金融公司向外国政府提供贷款。例如，复兴金融公司为英国政府持有的布朗与威廉姆森烟草公司股票提供了 4 000 万美元的贷款。这一措施避免了被英国政府持有的美国证券在市场上被抛售。不久，复兴金融公司就以年利率 3% 向英国提供了 4.25 亿美元的贷款。

租借法案

1937 年的《中立法》要求在美国购买货物需要“付现自运”。这意味着交战国购买战争物资必须用现金支付，并且货物必须以交战国自己的船只运离美国口岸。与第一次世界大战的情况截然不同，《中立法》的付现自运条款阻止了美国财政部或私人银行家向物资购买方提供信贷。在国会放松这些限制之前，罗斯福总统必须要求英国以现金方式支付货款。罗斯福总统指派了

一艘美国军舰到南非开普敦收取5 000万美元的英国黄金储备。丘吉尔描述这种行为如“执法官收取一个无助的债务人的最后财产”。丘吉尔的担忧是有原因的。英国的储备被证明并不足以支持其国防采购。1940年9月罗斯福安排了用一批过时的驱逐舰与英国海军基地进行交换。1941年1月，罗斯福寻求通过一项允许移交战争物资给英国时不需要对方立即支付的立法。这一独特的融资工具就是1941年3月制订的租借方案。

罗斯福用花园软管作为象征向美国人民解释为什么有必要向英国出借用以打败纳粹威胁的战争物资。根据他提出的租借方案，任何未使用的物资将在战争后归还美国。罗斯福总统是这样描述租借方案的：

现在我想做的是消除美元符号……愚蠢的古老的美元符号。好的……假设我的邻居的房子起火了，而且我有一条长达四五百英尺的花园软管。如果他能拿着我的花园软管并把它接在自家的消防栓上，我就可以帮助他扑灭火焰。现在我该怎么做呢？我不会在上面的行动前对他说，“邻居，我花了15美元购买花园软管；你必须支付我15美元。”将会发生什么交易？我并不想要15美元，我想要的是灭火之后拿回我的花园软管……换句话说，如果你借出某些军需品，并在战争结束时拿回这些军需品……这样就可以了。

租借法案通过初始拨款获得了70亿美元的资金。但最终这一法案支出了600亿美元。总共38个国家获得了租借帮助，但英国获得了其中的大部分——约270亿美元。温斯顿·丘吉尔将租借法案描述为“所有国家历史上最无私的法案”。非常巧合的是，租借法案下运往英国的第一批物资就包含了90万英尺的消防软管。

为了向战备物资的销售提供融资支持，美国在1942年与苏联签订了超过6 000万美元的黄金购买协议。苏联也是租借法案的受益者，通过该法案获得了大约100亿美元的援助。

到1944年，美国运送到俄罗斯的坦克和反坦克装甲车超过5 000辆，还有近20万辆卡车、36 000辆吉普车、近3万辆其他军用车辆、大量的货运车

厢和火车机车、85万英里的电话线、275 000部战地电话、约700万双靴子、260万吨食品和80万吨小麦。苏联在战争中使用的2/3的机动车辆和一半的飞机是由美国提供的。在1943年，美国运送了超过5 000架战斗机到俄罗斯。总共有近9 000架飞机被运送到俄罗斯。盟国向苏联提供了制造300万套军装的布匹和包括几个完整工厂在内的价值300万美元的机器设备。这些资助的绝大部分由美国提供。[①]

商品交易

1940年5月，农业部长要求商品交易所设定粮食期货的价格上下限。这些价格限制的设定主要是为了阻止粮食价格的下跌。在德国入侵法国后，芝加哥的小麦价格开始下跌，因而这一限价措施被认为是必要的。与其他的灾难不同，珍珠港事件并没有使商品交易市场中断。在1941年12月7日晚上，商品交易管理局（CEA）召集了交易所的官员们，并要求他们采取一切必要措施应对危机。开市后，许多商品的价格触及了价格限制，而其他一些商品则被设定了价格上限。但随后商品价格稳定了下来。后来，CEA为了限制投机性商品交易对期货交易设定了价格上限并增加了交易所的保证金要求。CEA还要求交易所报告他们为了限制战争造成的过度投机需求而采取的措施。后来，农业部长还要求当价格触及预先设定的水平时暂停粮食期货的交易。这一要求也得到了交易所的认可。

作为价格控制的结果，1943年1月，玉米交易设定了价格上限，1943年6月15日暂停了堪萨斯城商品交易所的期货交易。价格上限的设定导致了黑市交易、捆绑销售和互惠贸易这些用来避免和消除价格上限的交易行为。随着其他商品被设定了价格上限，它们也很快成为了黑市交易的对象。由于短缺，猪油、大豆、棉籽粉和豆渣的交易都被暂停了。豆油、黄油和牛油的交易停止了一段时间。玉米的交易也非常少。在第二次世界大战期间，黑麦不受价格控制，它成为通用食品公司所属集团的领导人丹尼尔·莱斯（Daniel

---

① Ellsworth Raymond, *The Soviet State*, p. 419.

F. Rice）的投机对象。他们控制了1 200万蒲式耳的黑麦，这几乎占到可交割供应的90%。战争食品管理局以扰乱和操控黑麦市场为由控告了通用食品公司和芝加哥交易委员会的5名成员（其中包括芝加哥交易所的前总裁）。这些被告被暂停了期货交易的资格，但后来控诉却被联邦法院驳回。人们发现，被告人的行为是为了稳定价格而不是操纵价格。但后来有人认为，莱斯实际上一直试图“囤积居奇”并“通过利用其国会影响力向国外销售黑麦”来“毁尸灭迹”。[①]战争期间CEA还以操控羊毛市场为由指控了其他一些商人。

第二次世界大战期间黄油和鸡蛋的价格是由价格管理局（OPA）设定的。这些商品在交易所按照允许的价格水平进行交易。战争期间CEA被授权为海军进行调查，是否存在外国人非法持有商业地产和利用被封账户进行交易的行为。另外，CEA还为价格管理办公室进行问卷调查并检查市场是否存在对价格产生不利影响的非授权交易。

战争的金融效应

在第二次世界大战之前，荷兰当局为其持有的美国公司股票发行了无记名票证。随后这些票证在阿姆斯特丹交易所进行交易。投资者交出持有的无记名票证就可以在纽约获得相应的美国公司股票。荷兰被德国占领后，其资产受到限制，这些无记名票证的交易出现困难。奇怪的是，珍珠港轰炸事件并没有造成股票市场的强烈反应。道琼斯工业指数在珍珠港袭击后下降了约4个点。到1942年4月为止，道琼斯工业指数仅略低于93点，随后便开始回升。1941年宣战后，纽约证券交易所撤销了那些位于宣战国境内的公司的股票。纽约证券交易所主席威廉·麦克斯尼·马丁的参军，也使得纽约证券交易所失去了其领袖。

1942年，政府停止了私人汽车的生产，从而为战备武器的组装让路。这导致汽车贷款下降了15亿美元。联邦储备委员会通过的W规定，限制了消费信贷，也损害了信用合作社的利益。W规定设定了消费商品首付的最低和最

① Jerry W. Markham, “Manipulation of Commodity Futures Prices: The Unprosecutable Crime,” *Yale Journal on Regulation* 8 (1991), pp. 281, 315, n. 235.

高金额。食物的供应是另外一个问题。1943 年战时食物管理部创立，全权负责美国境内食物的分配。食物和一些稀缺商品对消费者进行限量供应。战争期间，糖和咖啡的供应尤其短缺。OPA 负责制定分配比例和进行价格控制。OPA 还负责设定租金上限并和农业部一起设定农产品价格。此外，OPA 还设立了素食日并向公众发放限量手册和用来购买商品的购物券。不同的限量手册用以限定特定商品的购买。例如，2 号战时限量手册用来限制罐头食品和肉类。3 号战时限量手册增加了其他的商品和衣物。一些职业仿造者开始仿造限量供应手册。1942 年 3 月消费商品的价格上限也到达最高的水平。一些居民尝试规避这些管控，使得地下市场交易盛行。尽管存在限量供应和战争带来的竞争性需求，第二次世界大战期间美国的食物产量还是得到了增长。

政府融资

战争过程中，联邦政府对经济进行了全面的干预。为了使小企业获得营运资本，联邦政府为发放给小企业的贷款进行担保。珍珠港事件后，联邦储备委员会和财政部为了使美国长期债券的收益率不超过 2.5%，同意支撑长期债券的价格。这样做的目的是降低政府融资的成本。联邦储备委员会把 3 个月国债的利率设定在 0.37% 的水平。而长期债券的平均收益率在战争结束时为 2.3%。当债券价格下跌时，联邦储备委员会通过在市场上购买政府债券来维持这一人为低利率水平。为了稳定市场，政府债券的经销商同意将政府债券的单日价格变动幅度控制在 0.25 个基点内。政府利率的降低也被带到了私人货币市场。第二次世界大战期间的优惠利率大约为 1.5%。政府干预所造成的利率下跌使得大规模的高利率贷款再融资发生，而且随着利率的继续下降，高利率贷款的再融资大幅增加。联邦储备委员会开始出现独立的迹象。它提出一些措施来抑制 1941 年的通货膨胀，并试图终止总统贬值美元的权利。

战争期间，为了减少对铜的需求，美国铸币局制造镀锌的钢制一美分硬币。紧急造币法案也考虑到了其他的战时短缺物资。由于战争对镍的需求，银镍合金取代了纯镍用于 5 美分硬币的制造。1945 年使用过的弹壳被用于制造硬币。政府出售面值在 10 美分至 5 美元的小额储蓄券。战争期间，这种储

蓄券的发行总额约为 17 亿美元，而很多储蓄券被兑换成储蓄债券。在 1935 年 3 月至 1941 年 5 月之间，财政部发行了 A 到 D 系列的债券。购买这类工具可以获得利息，并且可以用来减少纳税。财政中期债券按照息票率支付利息，期限一般为 1 ~5 年。政府还出售期限为 5 ~25 年的政府长期债券。这些产品都按照息票率支付利息，并且政府可以在指定日期后赎回。例如，一个 10 年期的债券可以在 8 年后赎回。

1941 年 5 月，联邦政府开始发行 E 系列美国政府债券。它们是面向个人发行的不可转让的溢价债券。每人购买的数量不得超过 3 750 美元。面值有 25 美元、50 美元、100 美元、500 美元和 1 000 美元 5 种。这种债券实际就是早期的零息债券。它们以贴现的方式出售，不支付任何利息。10 年期的债券会折价以 7.5 折出售。E 系类债券在第 6 年后可以要求赎回。而赎回的价格则根据持有时间的长短而不同。如果持有至到期日，这类债券可以获得 2.9% 的收益率。F 系类溢价债券是财政部使用的另外一种融资手段。该类债券的期限为 12 年，收益率为 2.53% 。F 类债券也按面值的 75% 折价出售，并且在第 6 年后可以要求赎回。除了商业银行外，任何人都可以购买该类债券。但每个投资者购买的数量不得超过 10 万美元。该类债券的面值介于 100 美元和 1 万美元。G 类债券也是政府自我筹资的另外一种工具。它属于“流量收入”型记名不可转让债券。面值从 100 美元到 1 万美元。G 类债券的期限为 12 年，并按照 2.5% 的利率支付利息。到期之前，G 类债券可以赎回。

第二次世界大战期间，纽约证券交易所的主要精力用来出售政府债券，而战争债券则由银行出售。大通国家银行指出，“全国各地的商业银行每接听一个新的来电，就在没有补偿地为美国国防债券的销售提供服务”。[1] 战时金融委员会发行的一些票证上装饰有华特·迪士尼的角色形象。战争债券是在爱国主义的基础上出售的，而不是基于它们的回报率。战争债券的推广则是通过电影院的新闻短片以及那些广泛传播的由公司赞助者支付的广告进行。债券义卖是另一种用于向公众出售这些贷款的手段。这些义卖活动会邀请电

① *Wall Street Journal*, May 1, 1941, p. 5.

影明星和战争英雄。在1943年9月21日的一个16小时的节目中，歌手凯特·史密斯售出了4 000万美元的战争债券。报纸广告敦促美国人不要兑现他们的战争债券。人们被告知，士兵们正在牺牲自己的生命，兑现战争债券的行为是不爱国的表现。人们可以用持有的政府债券为抵押进行借贷，以购买更多的债券。政府还通过拍卖稀缺商品的方式来促销债券。然而，有人对这一行为提出批判，认为这些拍卖活动被用作了地下交易市场。据称，富人们能够在这些拍卖中获得尼龙软管、火腿、苏格兰威士忌酒和香烟，而低收入者们则只好作罢。

战争贷款

联邦政府在第二次世界大战期间以浮动利率方式发行了八次主要的国防贷款，包括七次“战争贷款”和一次“胜利贷款”。银行参与了前两次贷款。1944年，在第四次战争贷款发行的前夜，联邦政府公开了隐瞒两年的巴丹死亡之旅的新闻。贷款的销售几乎翻了一番。第五次战争贷款义卖希望能在1944年筹集到160亿美元的资金。这是当时所需要的。1943年4月，每月的战争开支已经接近60亿美元。在1944年的前三个月，战争成本超过230亿美元。美国的战争总支出将达到战争前150年美国花费总额的两倍。美国的战争生产总额是轴心国（德国、意大利和日本）的两倍。

第六次战争贷款希望在1944年筹集140亿美元。第七次战争贷款则始于1945年5月。在第七次战争贷款的发行中包含了利率2.5%的1972年到期的债券。第七次战争贷款用于建造B-29轰炸机。一个华尔街的经销商就承诺出售10亿美元的贷款。尽管第二次世界大战期间的债券销售额与当今的经济规模相比显得微不足道，但这些债券销售时，美国经济通胀盛行，经济正处于从史上最严重、时间最长的大萧条中慢慢恢复的过程。第二次世界大战期间的政府债券销售总额超过1 500亿美元。财政部在1942年12月的一个五天期间卖出了超过50亿美元的证券。战争结束时，未清偿的E至G系列债券总额超过了450亿美元。

战时税

珍珠港事件后，商务运输吨位急剧增加，并且很快超过了从纳粹潜艇攻击中受到的损失。1943 年的前 5 个月就完工了 100 艘战舰。第二次世界大战期间总共建造了 2 742 艘自由舰。其他地区的生产也同样的快速增长。“1943 年 5 月生产的大炮数量是第一次世界大战 18 个月总产量的 3 倍。”[①] 1940 年 5 月，富兰克林·罗斯福宣布，他希望美国每年生产 5 万架飞机，并与对这一产量持怀疑态度的人进行了面谈。而在此之前的一年，美国制造的飞机仅仅超过 2 000 架。事实证明，总统实际上低估了美国工业的生产能力。1943 年 6 月 1 日，美国宣布完成 10 万架战斗机的生产。在战争结束前，飞机数量还将增加大约 30 万架。福特汽车公司在威楼峦（Willow Run）的工厂每小时可以生产一架轰炸机。在战争期间受益于经济增长的另一家公司是国际商业机器公司。它在 1945 年的收入接近 1.2 亿美元。

到 1945 年 6 月 30 日，第二次世界大战的成本超过了 1 万亿美元。其中几乎 1/3 是由美国贡献的。在这一年，国防支出超过 800 亿美元。政府开支在 1941 年至 1942 年期间增加了两倍，在 1941 年和 1945 年之间增加了 3 000 多亿美元。而美国的国债在 1940 年维持在低于 600 亿美元的水平。这主要是新政社会项目的结果。这一赤字在 1945 年增加到 2 500 多亿美元。赤字主要是通过向公众和银行借款形成的。1940 年初开始采取税收措施，通过了提高所得税税率的议案，以便支付这些巨额的账单。股息收入必须向政府报告，并增加了房产税和赠与税税率。战争结束时，个人收入超过 20 万美元的部分，所得税率高达 91%。为了确保没有太多的个人年薪超过 20 万美元，1942 年的薪金最高限额设定为 25 000 美元。1942 年的《税收法案》设定了超额利润税。承包商需要对其账目进行审计，任何“超额”利润必须交给政府。企业其他收入的税率也被提高到 40%，并且作为附加税增加了 5% 的“胜利税”。到 1942 年，企业每赚取 3 美元政府就会以税收的方式拿走其中的 2 美元。公

① “U. S. Completed Its 100, 000th War Plane Monday,” *Wall Street Journal*, June 1, 1943, p. 1.

司税收在1945年增加到164亿美元以上。

支付所得税和申报纳税的人数从1939年的大约400万增加到1945年的4 000多万。为了加速税款的缴纳，国会要求对工资和薪金进行代扣税款。1943年的《当前税收支付法案》（*the Current Tax Payment Act*）要求从雇员的工资中代扣税款，而工资收入则强制按照季度纳税。这种“领取薪金即付所得税”的代扣税款方式对美国纳税人而言是一个全新的概念。这个计划是在梅西百货前财务主管、纽约联邦储备银行前主席比尔兹利·鲁梅尔（Beardsley Ruml）的建议下形成的。鲁梅尔认为消费者们不喜欢大额账单，他们更喜欢分期付款的方式。鲁梅尔还认为，由雇主为政府代收税款可以避免要求纳税人从个人账户签发大额支票缴纳税款所带来的政治问题。欧文·柏林进一步的激励了人们的纳税行为。他曾被委任撰写一首题为“我今天付了所得税”的歌曲。这首歌曲呼吁具有爱国主义精神的美国人通过纳税的方式支持战争。战争中花费的3 000多亿美元中约有45%是来自于税收。

1942年，《稳定法》援助了员工健康福利计划，该法案限制工资的增长，但允许为雇员提供福利，如医疗保险等。养老基金资产在20世纪40年代增加了400%以上。这种增长进一步受到工资增长和缴纳退休金免税政策的刺激。这些福利可免不受战时工资冻结政策的约束。随着战争的进展，越来越多的妇女加入到劳动大军中。战争期间，就业妇女的人数增加了约600万人。1943年，由于战时人员短缺，海伦·汉泽林成为150年来第一个在纽约证券交易所工作的女人。随着战争的继续，更多的女性被纽约证券交易所雇用。在伦敦，第二次世界大战期间妇女被允许进入交易所工作，但是她们“被谨慎地隐藏在幕后”。[1] 战争结束后，纽约证券交易所交易大厅内的妇女被男人取代。在之后的20多年内都没有妇女进入交易所工作。

证券市场

在第二次世界大战期间，SEC被认为是一个“非必要机构”，其总部从华

① “London Cable,” *Wall Street Journal*, May 2, 1942, p. 1.

盛顿迁移到费城。随着共和党的东山再起，作为反对政府管制的手段，共和党对在战争期间没有重要作用的 SEC 提出反对。许多 SEC 的优秀员工离职，还包括几个委员会委员。1942 年，SEC 提出要求经纪交易商提交年度财务报告的建议。SEC 曾经在 1939 年修改了对经纪公司的净资本要求，将最低总债务资本比率从 2 000% 降至 1 500% 。1941 年 SEC 还限制了经纪交易商以客户证券可借款的金额。1945 年 SEC 投票废除交易所的大厅交易方式。纽约证券交易所一些交易商的活动让 SEC 有些担忧。但迫于政治压力，SEC 不得不撤回废除大厅交易的提议。纽约证券交易所宣布，战争期间将允许不活跃的股票和低于标准单位的股票通过交易大厅进行交易。这样做的目的是和场外交易市场竞争，也反映了第二次世界大战期间证券市场活动的低迷。1939 年，纽约证券交易所的日均交易量不到 1 百万股。1940 年，这一交易量降低至 751 000 股，并且进一步下降到 1942 年的每日 455 000 股。1942 年，证券经济交易商的贷款总额不到 5 亿美元。1942 年 4 月的道琼斯工业指数也低于 100 点的水平。1942 年，纽约证券交易所的交易席位价格为 17 000 美元，降至 20 世纪的最低水平。1943 年 3 月 1 日，宝德公司（Bodell & Co. ）宣布由于战时环境的原因将暂停其零售证券业务。

1943 年 5 月，纽约证券交易所主席埃米尔·施拉姆宣布，美国证券市场将在战后大幅扩张，美国投资银行家们组建的海外公司的股票将在纽约证券交易所上市。与此同时，由于股票供给减少，承销业务缓慢进行。1944 年高盛的资本低于 700 万美元。1944 年，成立于世纪之交前的朱尔斯·巴克公司在其创建人去世后更名为巴克公司。而此前的一年，另外一位更伟大的金融巨人杰克·摩根去世，享年 75 岁。1942 年，摩根大通公司首次向公众出售其股票。

联邦的税务政策消除了证券市场上的个人投资者。其结果导致通过保险公司和储蓄银行进行的定向私募发行被大量采用。尽管证券承销业务在逐渐减少，但仍然有一些承销业务在继续进行。1943 年 7 月，基德尔·皮博迪公司卖出了 25 万美元的由宾夕法尼亚铁路公司发行的 C 系列普通抵押债券。这一债券的息票利率为 3. 75% ，于 1970 年 4 月到期。在纽约州，储蓄银行和信

托基金可以合法的投资于债券。1943 年，美林—皮尔斯—芬纳—贝恩公司（Merrill Lynch，Pierce，Fenner & Beane）、亨普希尔—诺伊斯公司（Hemphill，Noyes & Co.）和另外几家公司共同承销了俄勒冈波特兰第一国家银行发行的 10 万股股权。所罗门兄弟—赫茨勒公司承销了宾夕法尼亚电气公司发行的第一笔抵押债券。贝尔斯通公司则承销了 2 500 万美元的中央电力和照明公司发行的第一笔抵押债券，息票利率略高于 3%。1942 年，美国烟草公司还发行了 1 亿美元的浮动利息证券。

1943 年，宾夕法尼亚铁路公司的持股人超过 20 万人，平均持股数约为 63 股。1944 年，奥蒂斯电梯公司以不公平交易为由起诉了宾夕法尼亚铁路公司，称宾夕法尼亚铁路公司在自己出价 102 美元一股的情况下以 100 美元美股的价格将债券出售给库恩—勒布公司。并认为这一行为是对包括奥蒂斯电梯公司在内的持股人的失职。1945 年，韦特海姆公司销售了康宁玻璃、莫霍克橡胶和罗伯逊公司发行的证券。同年，一个由希尔兹公司、塔克—安东尼公司和雷诺兹公司等 7 家投资银行所组成的财团共同承销了 1 800 万美元的得克萨斯电气服务公司发行的首笔抵押债券。该债券于 1975 年到期，息票利率为 2.75%。基钦—墨菲公司为芝加哥股票交易所的会员。

银行业务活动

1944 年，《工业进步法案》通过。该法案允许银行向企业提供 5 年期贷款，并将这些贷款贴现给美联储。但贴现业务涉及的任何损失银行仍然承担 20% 的清偿责任。这一政策并没有导致贷款数量大幅增加。不过银行却向战争中的制造商提供了大量的商业信用。1942 年 RCA 从银行信托公司和一个由 34 家其他银行构成的银行财团那里获得了 6 000 万美元的三年期贷款。艾默生电气公司则通过另外一个银行财团获得了 3 000 万美元的贷款。1942 年 8 月，阳光石油通过多家商业银行和保险公司进行了 3 000 万美元的定向募集。伊士曼—狄龙公司参与了这一交易。1944 年 2 月，一个由 23 家商业银行组成的财团为西格拉姆斯公司提供了 7 500 万美元的信用额度，以帮助其获得营运资本和收购法兰克福酿酒厂的资金。1945 年 8 月，新泽西标准石油公司通过

一个银行财团以年利率1.75%获得5 000万美元的贷款。“这一利率被认为是银行工业贷款的最低利率。”[1]

1944年互助储蓄银行的存款余额接近120亿美元。这些银行在17个州经营，并拥有超过1 500万的存款人。1945年，大约有4 000个商业银行的分支机构开展业务。联邦存款保险公司在1945年宣布“战争期间记录的问题银行数少于国家历史上的任何时期”。[2] 当时，商业银行还为市政证券的发行担任承销商。按照20世纪30年代的银行法规，商业银行没有被禁止从事此类业务。罗斯福总统授权了所谓的第V条贷款，这些贷款由联邦储备银行担保，通过银行，RFC和其他金融机构为政府合同提供融资。中长期贷款在20世纪40年代变得流行。以前，“90天的自动清偿贷款……长期以来一直是银行业的面包和黄油。”[3] 在实务中，90天的贷款一直被用作长期贷款，因为可以在贷款清偿之前展期。

国家城市银行要求接受贷款的公司在银行维持补偿性余额。这样会减少贷款的实际数额，增加贷款的成本。第二次世界大战期间银行开展了保管战争债券的新业务。虽然国际融资活动在第二次世界大战期间被遏制，但是却为战后扩张奠定了基础。战争爆发时，国家城市银行在拉丁美洲有超过40个分支机构。大通银行在战争期间向联邦政府提供的贷款超过了80亿美元。但这并没有阻止政府起诉大通银行在战争期间向与德国有工业钻石业务往来的被封账户提供资金。大通银行在一审后被判无罪。与此同时，大通失去了该国首要银行的地位。它落后于美国银行和国家城市银行。1945年10月，美国银行成为世界上最大的商业银行，资产规模约50亿美元。

保险业

在1932年到第二次世界大战结束之间，通过人寿保险公司累积储蓄成为

---

① "Standard Oil Co. (N. J.)," *Wall Street Journal*, August 1, 1945, p. 1.

② "National Banks," *Wall Street Journal*, September 4, 1945, p. 1.

③ Phillip L. Zweig, *Wriston: Walter Wriston, Citibank, and the Rise and Fall of American Financial Supremacy*, p. 59.

最大的单一机构储蓄形式。但是，这一趋势正在发生改变。其他机构，如S&L、互助储蓄银行和共同基金开始展开竞争。保险业还面临其他一些挑战。1944年，最高法院在《美国诉东南保险商协会案》中提出，反垄断法也适用于保险公司。[①] 在这一案例中，有200家保险公司被诉违反了《谢尔曼反垄断法》。因为这200家保险公司通过成立东南保险商协会控制火灾保险业务，并对不属于该协会成员的保险公司进行歧视和打击。

在最高法院作出裁决之后，保险公司因为无法汇集损失的统计数据，并联合计算符合精算要求的保费而担忧。各个州则担心反垄断法将取代各州的地方法规。一些保险公司以此为理由拒绝遵守所在州的保险法规。为了解决这些担忧，国会在1945年通过了《麦卡伦—弗格森法案》(*McCarran - Ferguson Act*)，允许保险公司在遵守所在州法律的前提下可以不受联邦反垄断法的制约。这使得保险业几乎可以不受联邦法率的制约。这一方式与证券行业的情况截然不同。对于证券业，联邦政府与州政府分享控制权，但联邦政府拥有主导权。后来，当保险公司开始出售类似证券的产品时，才开始重申联邦的控制权。在第二次世界大战期间，随着恺撒钢铁公司推出的恺撒永久健康计划，保险业出现了另外一种力量。在20世纪结束时，它将成为美国医疗保健业的一个麻烦。

第2节 战 后

复员

随着欧洲战争临近胜利，人们开始担心，一旦战争结束，美国将再次出现大规模失业人群。据预测，随着和平的再次到来，多余的劳动力将高达1 800万人。这些担忧并非没有理由。大约1 200万名士兵和战时雇员将被遣散，还有生产战争物资所创造的数百万各就业岗位也将结束。尽管这些数字

① *United States v. South - Eastern Underwriters Association*, 322 U. S. 533 (1944).

日益凸显出又一个萧条的出现，但另外一面却带给人们另外一个与之冲突的担忧。第二次世界大战期间，储蓄率急剧增加，约占国民收入的25%。1944年，美国的储蓄总额达到359亿美元。而1940年的储蓄额仅为42亿美元。一旦战时经济控制被取消，这些增加的储蓄和战争时期被压抑的需求将使经济面临再次形成投机泡沫的危险。最初，政府的政策是基于萧条是和平带来的最有可能的后果的假定而制定的。1945年的《税收法案》为了使更多的资金注入经济中降低了税率。超额利润税和股本税被取消。1946年的《就业法案》则更近了一步，它通过全国性政策促进就业、生产和购买力最大化。这一立法建立了总统经济顾问委员会，负责每年报告经济运行状况。

起初政府对再次萧条的恐惧看起来是有道理的。1946年，随着战争生产的结束，约有1 200万人在1945年的纳税人从税单上消失。战争期间倒闭的企业数量显著减少，但随着战争的结束这一数字快速增加。RFC发放的一些贷款也在此期间发生违约，这意味着又一次的经济衰退。1946年，包括纽黑文线、密苏里太平洋线、洛克群岛线、圣路易斯西南线、圣路易斯—旧金山线、国际大北方线和墨西哥湾沿岸线在内的几条铁路都宣布破产。

战后繁荣

这些事件导致经济在1946年略微收缩，但随着美国公众的储蓄和从战争中返回的士兵大量涌入经济中，美国经济开始掀起巨浪。去除战争期间对消费的各种限制也进一步刺激了支出。绝大多数的价格控制都在1946年6月被取消，但国会仍然延续了某些限制，比如对牛肉的控制。牧场主们于是把这些动物保留起来，直到这些控制被取消才投入市场中。战争时期对零售记账户头、单一支付贷款和分期购买的限制得到了放松。但仍然保持着对汽车、无线电和家用电器类消费信贷的控制。尽管如此，消费者在这些商品上的支出在1946年仍然增加了80%。这样的需求使得消费价格在之后的两年上涨了1/3。企业为了满足消费者的需求也增加了投入，这也进一步加剧了通货膨胀。

经济发展委员会是在第二次世界大战期间由商业团体组成的，他们主张

政府通过财政赤字来缓和经济衰退的影响。他们的领导人是赫伯特·斯坦因，后来他成为理查德·尼克松总统经济顾问委员会的主席。尽管曾有人担心"左翼人士"将在哈里·杜鲁门总统的首个经济顾问委员会中占据主导，但那届委员会中的经济学家们却建议总统意识到通货膨胀对未来繁荣的威胁。委员会的担忧是正确的。价格水平在 20 世纪 40 年代增加了 200% 以上。1946 年 6 月至 1947 年 12 月期间，批发价格上涨了约 45%。1947 年，价格水平以每年 14% 的速度增长。通货膨胀使当时的购买力相比 1939 年下降了一半。1947 年 8 月，国会发布了一项联合决议，授权美联储恢复对消费信贷的控制。分期付款的大幅增加导致另一个联合决议的出现，以寻求进一步控制消费信贷。美联储重现采用了战争期间进行信贷控制的 W 条例，但这只是暂时的。对分期付款采购的控制在 1948 年 11 月结束。其他控制措施也在 1949 年 6 月被解除。但得克萨斯州国会议员赖特·帕特曼仍尝试将汽车分期付款的最长时间从 18 个月延长到 1949 年的 24 个月。

投机重现

持续的通货膨胀很快增加了政府对类似 20 世纪 20 年代所经历的那种投机泡沫形成的恐惧。在 1944 年 6 月 6 日诺曼底登陆的那一天，道琼斯工业指数为 142 点。1945 年 1 月 1 日，上涨到 152. 83 点。而一年后就上涨到 192. 65 点。股票交易的保证金要求从 1937 年 11 月的 55% 下降到 40%。为了预防投机的出现，1945 年 2 月 2 日，联邦储备委员会将证券交易的保证金要求提高到 50%。5 个月后，1945 年 7 月 5 日，联邦证券委员会又把保证金要求提高到 75%。1946 年 1 月 21 日，联邦储备委员会再一次提高了股票交易的保证金比例，这一次直接到 100% 的水平。道琼斯工业指数在跌回 163. 12 点之前一度上涨到 212. 50 点。人们将股票市场的下跌归咎于联邦储备委员会。由于联邦储备委员会提高保证金比例的行为影响到了纽约证券交易所，纽约证券交易所主席埃米尔·施拉姆寻求途径使国会限制联邦储备委员会设定保证金比例的权利。但这一尝试并没有成功。施拉姆认为，增加保证金只会将投机引入商品市场和房地产市场。国会议员阿道夫·萨巴斯要求对股票价格的崩塌

进行调查。但 SEC 认为市场的下跌并非由市场操控导致。1946 年，SEC 要求证券经济交易商上报他们的财务状况。SEC 声称这一举措是针对近期市场下跌采取的一种预防措施。

投机者确实转向到期货市场。商品期货的交易量在战后保持在记录水平。这样的交易量被 CEA 称为是“过度”投机的结果。商品投机者最初专注于棉花期货市场。棉花价格上限的取缔导致其价格大幅上涨。1946 年 10 月 31 日，棉花期货上涨了 10 美元每包。当商品市场跳涨时，股票市场回升。但此后一个月当进行保证金交易的小额投机者被迫清算时，棉花价格暴跌。这一价格涨跌据说是棉花市场历史上最大的价格波动之一。而大型投机者出售手中的头寸行为加速了棉花价格的崩塌。这一事件的罪魁祸首是托马斯·乔丹。他的投机行为导致全球商品市场的崩溃。造成的恐慌导致纽约、芝加哥和新奥尔良棉花交易所被暂时关闭。市场崩塌后，OPA 主管切斯特·鲍尔斯要求将新的投机性棉花期货交易的保证金提高到 50 美元每包。而在 OPA 行动之前，期货交易所棉花交易的保证金要求从 5 美元到 15 美元不等。

期货市场的投机行为在持续，并在 1947 年达到了巨额的交易量。在 1947 年 2 月和 3 月，芝加哥小麦期货市场发生了不寻常的投机活动。一个投机者卖出了约 100 万蒲式耳的 7 月小麦看空合约，并赚了巨额利润。1947 年 8 月，玉米价格每蒲式耳上涨了 30 美分。1947 年 9 月 30 日，农业部长抱怨说，芝加哥、堪萨斯城和明尼阿波利斯交易所的保证金要求不足以控制投机过剩。CEA 希望将保证金比例提高至 25%。其中，两个交易所同意了这一要求。后来在 1947 年，CEA 再次要求交易所将保证金增加到期货合约价格的 1/3。交易所略微提高了保证金，但没有达到这个水平。杜鲁门总统在他的桌子上留下一个标志，提醒大家“责任到此为止”，他指出粮食的投机正在导致食品价格上涨。他指控 90% 的玉米期货账户是投机性的。总统要求按照农业部部长的要求，将保证金提高到合约价格的 1/3。如果这一要求不能满足，总统威胁会让政府限制每个人在市场中的交易数额。交易所随后同意了提高保证金比例。

1947 年，CEA 发现纽约乳牛场主联盟合作协会为了提高牛奶的价格对黄油现货价格进行操控。按照《农产品市场法》规定，牛奶的价格是以 A 级黄

油的价格为基础的。为了将黄油价格固定在84美分，联盟购买了交易所出售黄油的97%。联盟停止交易后，黄油的价格下降至74美分。另外一次市场操纵行为出现在芝加哥商品交易所1947年12月的鸡蛋期货合约的交易中。1947年9月，一波对粮食期货的投机促使杜鲁门总统进一步对粮食投机者进行指责。总统说，粮食价格“不应该受到那些以我们的商品市场前景为赌博对象的贪婪投机者的影响。”这些控诉是在白宫的首次电视广播中提出的。杜鲁门政府将那些持有数量超过200万蒲式耳期货合约的交易者的名字公布于众。农业部部长也公布了711个期货市场的大交易商的名字，以使他们觉得羞愧。

杜鲁门对投机者的攻击

杜鲁门继续对1948年总统竞选活动中的投机者进行攻击。就像富兰克林·罗斯福是在反对“银行家”的过程中进行竞选的。杜鲁门指责商品贸易商是“人类不幸的交易者”。这些指责激怒了杜鲁门的政治反对派。他们用自己的指控进行了回应。哈罗德·斯塔森声称，杜鲁门政府官员利用政府政策的内部信息在期货市场中获利。国会随后通过了一项联合决议，要求公布CEA曾经拒绝透露的交易商的姓名。哈里·杜鲁门的私人医生埃德·波利，以及杜鲁门的密友华莱士·格雷厄姆将军的名字出现在这份名单上。波利承认他在期货市场上的三年交易中赚了近100万美元。他否认利用了任何内部信息，但却从杜鲁门政府中卸任。华莱士·格雷厄姆最初声称他在商品期货交易中“连袜子都赔掉了”，但后来却承认他以5 700美元的投资赚取了6 000美元的利润。[①] 当杜鲁门谴责粮食投机者时，他正在从事这些投机活动。

国会的一个专门委员会在1948年发现，曾经有人利用政府的机密信息从商品期货交易中获利。一次政府购买政策的泄露曾被利用在猪油的投机中。两个前任的政府高官也参与了该商品交易。印第安纳州南部的一家小公司被发现从事了不寻常的猪油交易。这家印第安纳州公司在政府正在考虑其采购计划时开始进行猪油交易。这家公司从未交易过商品期货，但却在这次交易

① David McCullough, *Truman*, p. 594.

中赚了62 000美元。专门委员会认为这次偶然的一次性的利润是内幕消息所造成的。国会还发现了一次关于政府在1947年决定增加其出口的油脂配额的提前披露。这一信息在正式发布前一天被泄露给短缺产品制造商机构的一名员工。委员会不能确定该官员是否利用内幕消息进行了交易。但在宣布政府购买计划之前，猪油价格确实有所上涨。

另一项在1946年7月至1948年6月关于商品交易的国会调查发现了其他问题。大量的非居民外国人在市场上交易。这显然是由于他们特殊的税收优势导致的。他们并不需要对获得的利润纳税。罗斯福总统在1937年4月建议禁止政府雇员从事商品投机交易，但他的警告被忽略。国会发现，在1946年和1948年，约有900名政府雇员在期货市场进行交易，其中约有100名雇员从事小麦的交易。海军的一名职员曾经投机交易了170万蒲式耳小麦、28.5万蒲式耳玉米、72万蒲式耳燕麦、5万蒲式耳黑麦、27万磅猪油、150万磅棉籽油、35 500包棉花和48货车鸡蛋。该雇员的薪金每年约为3 300美元，而她交易的商品的价值超过了1 000万美元。这位员工赚取了相当可观的利润。

后来成为陆军部长助理的石油管理局副局长，从事了大量的小麦、玉米、燕麦、大麦、猪油、棉籽油和棉花交易。他的另外四名家庭成员也进行了交易。曾经担任过石油协调员的一名内务部雇员，大量交易了小麦、玉米、燕麦、棉籽油、鸡蛋和棉花。总会计办公室的一位律师的妻子是小麦、玉米、燕麦、猪油和棉花的大交易商。IRS的一名雇员大量交易了小麦、玉米、燕麦和黑麦。美国陆军的一名军官和他的家人也对这些商品和猪油、棉花、鸡蛋进行了规模可观的交易。据国会委员会估计，联邦雇员通过投机性商品交易获得了1 000万至2 000万美元的净利润。

扩大的交易

1947年，芝加哥商品交易所增加了家畜和冷冻肉类的期货合约。纽约商品交易所在珍珠港袭击之前已经开始交易马铃薯期货。战争期间该合约的交易量增长缓慢，但在1946年得到显著的增长。此后，马铃薯成为在纽约商品

交易所交易的最重要的商品。1946年该交易所开始交易洋葱期货。洋葱曾经在1942年9月被添加到芝加哥商品交易所交易对象中。马铃薯和洋葱这两种商品，在未来几年将成为投机者和操纵者的首要目标。

期货市场的问题仍然不断出现。1948年8月31日，纽约商品交易所的牛皮期货价格下跌。人们担心将有大量的阿根廷牛皮以较低的价格出口到美国。1949年3月，羊毛价格急剧下跌。1949年2月，粮食价格也发生大幅度崩塌。造成粮食价格崩塌的原因是随着市场的下跌，一批小型交易商的账户被清算。CEA的一项后续调查认为，“当人们进入一个只需商品价值很小部分作为保证金的投机市场中，人们倾向于利用资金获得尽可能多的头寸。当价格出现任何显著的下跌时，那些金融资源有限的人将不得不退出市场或者被迫出售手中的头寸。如果这样的情况发生在一定数量的交易者身上，商品价格将不可避免地发生急剧崩塌。”[①] 1949年，农业部发布了一项关于1924年至1932年间粮食期货小型投机者交易的研究。大多数的业余交易者在市场中保持多头头寸而不是空头头寸，也就是说，他们购买商品而不是出售商品。该研究发现，大多数的小型投机者在粮食期货交易中是损失的。小型投机者的净损失约为净利润的6倍。损失产生的主要原因是“小型投机者平仓亏损头寸时犹豫不决的普遍特征。”这些交易商不能切断亏损，保持利润，他们的行为恰恰相反。[②]

这一情形确实存在着光明的一面。农民的收入在20世纪40年代显著上升了，在40年代的一个5年期间上涨了两倍。这使得农民可以显著减少第二次世界大战期间的住房贷款债务。1946年7月至1948年6月美国对外出口了120万蒲式耳的小麦，结果导致国内小麦短缺，粮食和饲料价格升高，农民而非消费者从中获利。第二次世界大战后，国会一直想要找到农作物的平价价格。理论上讲，平价价格是1909年至1914年农民出售农作物所得调整通货膨胀之后的价格。政府仍然提供联邦小麦贷款。1945年，这些贷款是在将小

① Jerry W. Markham, *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*, p. 41.

② Blair Stewart, *An Analysis of Speculative Trading in Grain Futures*, *Technical Bulletin No.* 1001, p. 129.

麦当作一个每蒲式耳 1.38 美元的证券的基础上发放的。这一年，由于没有运输条件和储藏空间造成无法交割，政府不得不对上一年所有的小麦贷款进行延期。国会重新使用白银作为控制通货膨胀的工具。1946 年通过了立法，要求财政部以每盎司 90.5 美分的价格购买白银，并允许财政部出售其持有的白银。这一立法使得白银价格上涨了 27%。政府希望这可以刺激白银的生产。1946 年 8 月，财政部曾经以每盎司 91 美分的价格出售白银给工业用户。

随着通胀和投机取代了政府对经济萧条的恐惧，政府不断改变优先权利。RFC 在 1947 年 7 月被继续保留，但其运作受到了很大的限制。只有当企业和金融机构具有可靠的贷款清偿能力，并且无法以合理的条件从其他渠道获得贷款时，RFC 才可以向它们提供贷款。RFC 被授权在灾难发生时发放应急贷款。在这些限制条件下，RFC 很难扮演一个有价值的角色。其中，RFC 计划为支持 1949 年华盛顿 150 周年纪念活动提供 200 万美元的贷款。1951 年发布的一项国会报告对 RFC 进行了批判。称其贷款是在徇私和不正当影响下发放的。

国际货币基金组织

国际金融和贸易受到关注。1944 年在新罕布什尔州布雷顿森林举行了一次国际货币和金融会议。有 44 个国家参加了这次会议。《布雷顿森林协议》在此次会议中达成，它成为今后几年国际货币稳定的基础。这个计划实际上是在英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯，美国财政部助理部长哈利·德克斯特·怀特和苏联的一位秘密代表的辩论中形成的。凯恩斯提倡建立一个可以在世界范围内拥有更多集中控制不同货币的国际清算联盟。而怀特则倾向于一个更有限的稳定基金。怀特致力于通过布雷顿森林会议建立一个国际货币体系的想法遭到了美国银行界的强烈反对。这个新的世界秩序的中心是国际货币基金组织（IMF），它将作为国际货币当局稳定会员国之间汇率的组织。这一协议计划要求认购国为本国汇率设定一个平价价格，并将汇率偏离维持在平价价格的 1% 以内。而平价价格的改变需要获得 IMF 的许可。

布雷顿森林协议指定美元作为汇率的参照标准。也就是说，其他会员国

的货币以固定比率（“平价汇率”）与美元进行兑换。支撑整个计划的基础是，美国承诺以每盎司 35 美元的价格用黄金兑换美元。这一限制的目的是防止美国对美元进行贬值，也意味着美元的价值由黄金作为支撑。这个协议将世界上的多数国家拉回到金本位。战后，美国持有世界黄金储量的 60%，因此它有足够的黄金来支撑美元。当会员国发生临时性的硬通货储备赤字而没有能力将本国汇率维持在平价汇率水平时，IMF 被授权为会员国提供保护。IMF 通过提供短期贷款的方式，保护那些国际收支出现赤字的会员国家。贷款的数量由份额决定。一个国家在 IMF 的份额则由该国的国民收入、国际贸易和其他因素决定。并不是所有的国家都加入了 IMF。苏联虽然参加了布雷顿森林会议，但却没有成为 IMF 的会员。

由几位内阁成员、联邦储备委员会主席和进出口银行主席所组成的国际货币金融问题国家顾问委员会被委派，负责为美国监督 IMF 的行为。1946 年 10 月，IMF 主席承认，各国之间的汇率稳定需要一定的时间。事实证明确定其他国家货币与美元之间的平价汇率的确需要一定的时间。直到 1960 年意大利才设定了其平价汇率。IMF 面对英国经济也束手无策。那时，英国正经历一场国有化的社会主义实验。温斯顿·丘吉尔称为“谋杀主题”。英格兰银行于 1946 年国有化，其他行业的国有化也随之而来。美国批准了一项英美贷款协议，通过提供 37.5 亿美元贷款帮助英国缓解其战后赤字和国际收支失衡。即使有这笔贷款，英国也不得不在 1947 年 8 月 20 日暂停兑换英镑。直到 1958 年英镑才再次成为可兑换货币。

英格兰在 1947 年抱怨 IMF 对其贷款款项使用的控制以及对成员国贷款数量的限制。这也是之后的数年内寻求 IMF 帮助的其他国家普遍抱怨的。结果，英国的状况持续恶化。1949 年，英国宣布英镑大幅贬值，从一英镑兑 4.03 美元下降到 2.8 美元。第二次世界大战后，英国和加拿大成为美国证券的最大出售者。1947 年，美国境内出现一波由法国、荷兰和瑞典发起的出售美国证券的浪潮。这几个国家敦促其国民卖掉手中持有的美国证券。1947 年 11 月，法国政府将 80 吨黄金运至美国来兑换美元。那时，以每盎司 35 美元的价格与黄金的挂钩以及上升的通货膨胀率使得黄金开采无利可图。

世界银行是从布雷顿森里会议衍生出的另外一个机构。最初它被称为国际复兴开发银行。世界银行通过向认购国出售股份来筹集资金。而认购的数量则根据认购国的国际贸易份额确定。美国是IMF和世界银行的最大贡献国。世界银行致力于，通过向发展中国家提供贷款来帮助它们的基础设施建设。世界银行通过在全球市场上发行债券来筹集这些活动所需的资金。1948年9月，世界银行人员研究了在境外发行世界银行美元债券和其他硬通货债券的可行性。“在欧洲出售世界银行债务的意图是让隐藏黄金、美元和证券的欧洲人拿出这些来购买世界银行的债券。”①

关税及贸易总协定

温斯顿·丘吉尔和富兰克林·罗斯福在第二次世界大战期间宣布的大西洋宪章致力于遵守自由贸易的原则。20世纪30年代，贸易限制以及高额关税实际上中断了国际贸易活动，加深了世界经济萧条。布雷顿森林会议为建立一个防止此类情况再次出现的国际机构奠定了基础。1947年，关税及贸易总协定（GATT）由23个国家发起。该协定致力于在汇率之外将国际间合作拓展到国际贸易的中心。GATT的目标是消除限制贸易的壁垒。按照GATT，参与成员之间应该互相给予对方“最惠国待遇”。这意味着，任何GATT成员国都不可能获得比其他成员国更优惠的关税待遇。这一信条并未是一个全新的理念。托马斯·杰弗逊在1785年曾倡议同样的方式。正如他写信给詹姆斯·门罗的：

> 我要对地球上的每一个国家说，通过契约，你们的人民应该与我们自由交易，同样，我们的人民也应该与你们自由交易，而不需要比最惠国付出更多，以此来结束个别国家的特权，防止它们以断断续续的行动打断我们的商业活动或使我们与其他国家纠缠不清。

---

① "World Bank Expected to Study Sale of Bonds in Europe for Dollars," *Wall Street Journal*, September 1, 1948, p. 7.

在关贸总协定下，现有关税将被冻结，再通过多边贸易谈判降低或消除。GATT 建议成立一个国际贸易组织来管理这一计划。尽管美国拒绝加入该组织，但它采用了 GATT 通过多边谈判降低关税和非关税壁垒的理念。

马歇尔计划

国际贸易对另外一个前线也起到了促进作用。1947 年，国务卿乔治·马歇尔（George Marshall）在哈佛大学的一个毕业演说中提出创建所谓的马歇尔计划。马歇尔计划的官方名称是欧洲复兴计划。它之后成为一个通过提供资助和贷款帮助欧洲复兴的 4 年计划。马歇尔希望欧洲国家可以稳定汇率，降低贸易壁垒。马歇尔计划的资金是在 1948 年发放的。最初，国会为这一项目批准了 50 亿美元的资金，但最终这一数字增加至 160 亿美元。这相当于当前价格水平下的 900 亿美元。从各个方面来讲，马歇尔计划都是成功的。1948 年至 1952 年，马歇尔计划涉及的国家，工业产值增加了 40%。

猎鸟犬行动开始于 1948 年 6 月。这个计划中，新的德国货币在美国印制并秘密运送到法兰克福，并在那里与流通中的马克进行兑换。这一新货币就是德国马克，在 20 世纪末被欧元取代之前，它一直是世界上最坚挺的货币之一。在另外一个以前的战争前线，美国当局在道格拉斯·麦克阿瑟将军的带领下查封了几家日本金融机构，并责令其歇业清算。日本银行后来被允许重新开业，但麦克阿瑟将军成为了日本的金融独裁者。他试图将美国的法律和理念，包括美国证券法，引进日本的金融架构。但这些理念在日本有了新的解释。一名来自底特律的银行家，约瑟夫·道奇帮助麦克阿瑟重建为恶性通货膨胀重创的日本经济。虽然并不清楚他所起到的作用，但 1950 年至 1970 年间日本的确发生了经济奇迹。在此期间，日本的经济增长率超过了 10%。[①] 为了加速日本的复苏，美国向其提供了大量的资助和贷款。美国还承担了日

① 麦克—阿瑟及其追随者试图打破财阀集团（由少数家族控制的大集团）的控制，但这些集团被日本的企业联盟所取代，这些企业联盟集中在少数几家日本银行，通过连锁所有制，由一个小集团控制联盟。参见 John W. Dower, *Embracing Defeat: Japan in the Wake of World War II*, p. 545。这些巨大的商业联合体与日本内阁财政部合作，在 20 世纪 80 年代挑战美国的经济霸主地位，但在 90 年代目睹了日本经济的崩溃。

本、欧洲以及其他自由世界国防支出的很大一部分。

银行业务

美国政府在处理剩余战争物资方面遇到了一些问题。其中包括政府手中的17 000只多余的信鸽。以前通过坦克和船只的收购赚取了财富，但随着战争的结束，坦克和船只也变得过剩。希腊航运巨头亚里士多德·奥纳西斯（Aristotle Onassis）在第一国家城市银行的金融支持下，利用这些多余的船只扩充了他的舰队。贷款数量是依据这些船只所产生的现金而决定的。这在当时是一种新的融资模式。

当时，银行正变得更加国际化。大通国家银行和其他银行通过欧洲合作管理计划，以信用证的方式为航运业务提供融资。总融资额度超过了20亿美元。大通在中国天津和上海设置了办事处。但共产党执政后不得不关闭了这两个办事处。中国政府在对大通银行持有的一项资产追索中，扣押了大通银行一名员工长达5年之久。

超过1万人观看了大通国家银行1946年举办的货币展览。展览中的6万多件展品涵盖了所有的货币制度和所有发行过货币的政府。其中的一件展品是第一次时间大战后德国发行的一枚100万马克面值的硬币。展出的一张由希腊在1944年发行的500万德拉克马面值的纸钞反映了当时希腊的通货膨胀水平。展品中还有14世纪中国明朝货币和一张1万美元面值的联邦储备纸钞（1945年纸币的最大面额被限制在100美元）。一枚来自雅浦群岛的货币重量超过了175磅。据说可以值1万枚椰子。展出中还包括一张大通国家银行开出的2.25亿美元的支票。这是大通银行那时所开出过的最大金额的支票。另外还有一张写给布莱叶的海伦·凯勒的金额为1美分的支票。还展出了20世纪30年代州政府和市政府发行的约2 500种小额货币，以及一些鹿皮制造的货币。后来，这些收藏被捐赠给华盛顿特区的史密森尼博物馆。

1946年，大通国家银行开始发放消费者分期付款贷款。国家城市银行和制造商信托银行也发放了一段时间的该种贷款。战争结束后，银行提供给小型投资者的一种零售银行工具是复利计息的储蓄账户。大通银行对余额介于5

美元和 2 500 美元之间的储蓄账户支付利息。余额在 2 500 美元至 25 000 美元之间的大额账户，利率为 0.25%。战后，银行信托公司通过无最低余额要求的支票账户、圣诞俱乐部账户和消费商品分期贷款来拓展其零售银行业务。之前，银行信托公司曾要求“它的一个公司客户注销其账户，原因是该公司在只有 1 百万美元余额的情况下签发了 3 张支票。”[①] 银行信托公司当时正在试验一些自动化处理支票服务的方式。它为消费者和公司红利支付提供了一种叫支票卡的东西。化学银行和信托公司在 1947 年 3 月提供了一种财政代理账户，银行的信托部门可以通过此类账户协助“你”所有的“投资问题”。[②]

信用卡

分期付款额在 1948 年 7 月大幅上升，但同一个月的记账账户余额减少了 1.2 亿美元。信用卡历史学家路易斯·曼德尔将信用的起源追溯到 1941 年零售信用计划的建立。在第二次世界大战之前，百货公司曾经向它们的顾客发行过信用卡或者“优待卡”用于信用交易。1940 年，金贝尔向顾客提供店内记账卡，此卡片可以循环使用信用额度，并对未偿付的余额收取利息。餐馆也使用了记账卡。这些卡的使用局限在某一个商店或连锁店。信用卡被石油公司和大型连锁店所使用。

在第二次世界大战和石油配给之前，石油公司的信用卡销售额占石油总销售额的 8%。“成千上万的汽车驾驶者拥有这一便利的卡片。他们可以使用这个卡片在加油站支付汽油、机油、轮胎和其他配件”[③] 信用卡的收款有一些原始。汽车驾驶者在加油站为其购买签字。加油站工作人员再把记账小票交个石油公司的卡车司机。卡车司机再转交给石油公司的中央财务室。石油公司会把同一个消费者的记账小票加总起来并在月底把账单寄给消费者。记账金额的违约率在 0.5% 左右，和百货公司信用支付的违约率差不多。石油公司

① Bankers Trust Company, The Changing Times of Bankers Trust Company: 75 Years, p. 40.

② *Wall Street Journal*, March 4, 1947, p. 9.

③ Maurice L. Farrell, "Oil Companies Seek to Revive Autoists' 'Charge It' Habit," *Wall Street Journal*, June 2, 1947, p. 1.

通常会认可其他石油公司的信用卡。

一张通用的航空旅行信用卡在1948年诞生。这一安排允许旅客购买一张标明旅行里程数量的信用卡。航空旅行信用卡有三种。第一种允许特定区域的旅行，例如北美。另外一种信用卡则提供国际旅行服务。还有一种卡是一种受限的卡片。它是为了遵守某些国家对境外旅行可花费金额所设定的限制而设计的。

1946年5月，联邦储备委员会要求国会向其授权，对银行持股公司进行监管。联邦储备委员会要求这些公司摆脱非银行附属机构的性质，除非它们的业务符合公共利益。之后的10年里，联邦储备委员会都没有被赋予这一权利。1945年6月，财政部长小亨利·摩根索要求包括银行、证券经纪交易商和商品经济商在内的金融机构每月向财政部上报所有面值50美元及以上，金额1 000美元以上和金额超过1万美元，任意面值的非正常交易。这一指令被看作现代银行保密法案和洗钱禁律的前身。这一指令的最初目的是抓获那些逃税者。20世纪40年代，联邦储备委员会开始发布货币、活期存款和定期存款数据的月度报告。

第二次世界大战后，信用社持有的存款超过3.6亿美元。第二次世界大战期间，储蓄和贷款银行也经历了巨大的发展。战后的5年内，这些机构的价值几乎翻了一番。1946年商业银行持有的存款大约为1 400亿美元，储蓄和贷款银行约80亿美元。到1947年10月，有些商业银行处于贷款“满额”（“Loaned up”）的状态。这意味着，它们不愿意为企业提供更多的贷款。贷款需求的高涨是由于企业愿意通过借贷而不是发行股票的方式获得额外的资本。1947年10月1日的商业贷款利率约为1.75%。

保险公司

保险公司在第二次世界大战后向美国工业提供了大量资金。公平保险公司（the Equitable Insurance Company）向海湾石油公司提供了1亿美元，向雷诺烟草公司提供了9 000万美元，向环球航空公司提供了4 000万美元，还大量投资了铁路。公平保险公司还开始向铁路和购物中心提供售后回租的融资。

它也成为最大的农业和居民贷款提供者之一。在第二次世界大战之前，农业抵押贷款的期限一般为5~10年。但是公平保险公司通过与银行之间的安排，开始提供更长期的农业贷款。银行将承担短期贷款的部分而公平保险公司承担20到30年的长期贷款部分。公平保险开始依靠其更灵活的融资条件从政府土地银行的手中拿走农业抵押贷款业务。公平保险公司还开始开展一个叫被保房屋所有权抵押贷款的项目。该项目以低于商业银行的利率发放住房抵押贷款，但要求购房者购买一份房贷金额的人寿保险保单。这份保单可以保证贷款的支付。

恢复融资

州政府和市政府在第二次世界大战后的支出增加，尤其是教育支出。这使他们试图从金融市场获得额外的资金。州政府采用了很多税种，包括销售税和所得税。1946年，州政府和市政府发行的固定收益证券并没有特别高的收益率。阿肯色州公路再融资债券的收益率只有1.20%。得克萨斯州圣安东尼奥独立学区债券支付1.30%的收益率。旧金山市债券在1946年的价格相当于1.55%的收益率。承销业务不断增长。“1946年，如果华尔街的承销商们在一周内没有被要求承销发行1亿美元或更多的新证券，这将是罕见的一周”。[①] 威利斯·奥弗兰汽车公司以每股100美元的价格发行了约15万股A系列、年利4.5美元的累计优先股。库恩—勒布公司和罗林斯公司担任了此次发行的承销商。希尔顿酒店集团以每股17.5美元的价格发行了35万股的普通股股票。1947年4月，纽约爱迪生联合电气公司发行了息票率0.625%的住房抵押贷款再融资债券，1977年4月到期。承销商有霍恩布洛尔—威克斯公司、赫顿公司、伊士曼—狄龙公司、布莱思公司和斯通—韦伯斯特证券公司。

1946年11月1日，美国电报电话公司宣布发行一种利率为2.75%到期日为1961年12月15日的可转换债券。发行过程中还同时发行了认股权证。1947年，西北航空公司发行了年利4.6%的累积优先股。承销商有帕克—

---

① Cary Reich, *Financier: The Biography of Andre Meyer*, p. 47.

雷德帕斯公司、基德尔—皮博迪公司、潘恩—韦伯公司、杰克逊—柯蒂斯公司和基德公司。1947 年 10 月 2 日，新英格兰电报电话公司宣布发行4 000万美元、35 年期息票率 3% 的信用债券。承销商包括奥蒂斯公司、格雷戈里公司、维顿公司、雷诺兹公司、沃特海姆公司、霍尔加藤公司和弗朗西斯一世—杜邦公司。1948 年 4 月 1 日，布莱尔公司和格雷戈里公司作为其中的两个承销商为俄亥俄电力公司发行了第一笔 30 年期，息票率 3% 的住房抵押债券。1946 年 8 月，第一波士顿公司和梅隆证券公司合并。1947 年，哈尔西—斯图尔特公司的总部仍然在芝加哥。它广范围的承销了市政、铁路和公共事业证券的发行。哈尔西—斯图尔特公司在 1948 年宾夕法尼亚铁路公司 1 000 万美元设备信托证券发行的拍卖中获胜。所罗门兄弟—赫茨勒公司在 1947 年 11 月承销了超过 1 300 万美元的新债券。其他的大承销商还有哈里曼—利普雷、高盛、雷曼兄弟、贝克、德雷克塞尔、库恩—勒布和基德尔—皮博迪。哈里曼—利普雷公司承销了 1948 年北卡罗来纳州罗利市发行的公共改善债券。这些债券的收益率按照期限的长短，在 2% ~ 2. 5% 。发行的数量为 225 000 美元。

布莱恩公司在 1949 年举行了 35 周年庆祝活动。他在 25 个城市设置了办事处。查尔斯 · 米切尔仍然担任该公司的主席。1988 年创建的霍恩布洛尔—威克斯公司也处于领导地位。纽约汉萨公司出售的证券包括美国政府证券，公共事业、铁路及工业企业债券和股票。它还提供国外的内部和外部证券。位于纽约的赖利公司拥有通波士顿的开放电话线路和直通芝加哥、洛杉矶的电话线路。该公司是纽约证券交易商协会的会员。古德巴迪公司提供铜类股票。费城的蓝博—基恩—克洛斯—肯纳公司从事公司和市政证券的交易。芝加哥的米切尔—哈钦斯公司出售股票、债券、商品和未上市证券。贝克公司发行了加顿—丹佛公司的累积优先股。

1940 年，查尔斯 · 美林说过，他想要“把华尔街带到大众面前”。这一项目在战后正式开始。1945 年美林—皮尔斯—芬纳—比恩公司为退伍老兵创立了一所学校。他们通过一个为期 6 个月的项目被培训成股票经纪人，然后被分配到各个办事处。该公司印发了一些教公众如何投资的小册子，会在里

面讨论像“套期保值”和“如何阅读财务报告”之类的问题。1948 年美林在纽约时报刊登了题为“人们对于股票和债券应该知道的事。”1947 年，纽约证券交易所 10% 的交易是由美林完成的。该公司的 81 个合作伙伴分享了大约 1 800 万美元的利润。平均每人约 22 000 美元。到 1950 时，美林成为了国内最大的证券交易商公司。

恺撒—弗雷泽公司轻易地售出了为创建一家新的汽车制造而发行的超过 5 000万美元的股票。该公司在 1948 年的一次 1 000 万美元普通股的发行中没能成功。失败的原因是承销商拒绝实施该次发行。几年后，SEC 开展了一项调查，来判断此次发行的承销商之一奥蒂斯公司是否在逃避承销协议责任的过程中存在欺诈行为。

普雷斯顿·塔克在第二次世界大战后筹集了 2 000 多万美元，资助塔克汽车的生产。塔克声称，将以 270 美元一套的价格向未来的购车者出售无线电、座椅座套和其他汽车配件，以筹集更多的资金。这些潜在的购车者对下线的汽车具有优先购买权。SEC 开展了一项调查，以判断这一交易是否需要按照证券发行的方式根据联邦证券法注册，并按照招股说明书进行销售。塔克和政府之间的难题也成为 1988 年弗朗西斯·福特·科波拉的电影“塔克和他的梦想”的主题。美国皮革公司在 1949 年仍然每季度向其股东支付股利。德事隆股份有限公司是由降落伞制造商洛耶·利特尔在 1944 年创立的。1948 年它开始了一个多元化项目。据说这是第一个企业集团。1949 年 1 月，霍华德·休斯，在逐渐被认作为一个古怪的亿万富翁隐士的过程中，宣布拒绝狄龙—瑞德公司收购休斯工具公司的提议。

1945 年，有超过 30 亿美元的资金投资于共同基金。基斯通托管基金发行的证券，可以参与投资公司对债券、优先股和普通股的投资。这些基金由波士顿基斯通公司发起。斯卡德—史蒂文斯—克拉克基金的份额是在波士顿出售的。投资者多元化服务公司（IDS）从 1939 年开始组建和发展 3 家投资公司。到 1949 年为止，这些投资公司的资产超过 1. 5 亿美元。1948 年 IDS 还出售了分期证券。那时，仍然有 2. 73 亿美元的未偿分期证券。

政府和金融

1947年，美国对持有超过6个月的资本资产征收25%的资本利得税。1947年和1948年证券减税的法案被杜鲁门总统否决。但1948年国会越过他的否决权批准了减税法案。美国在1948年的失业率是3.8%。1948年6月通过的GI法案保障从战争中回来的军事人员可以获得最多2 000美元的贷款，除此之外，每年可以得到500美元的大学学费，和每月75美元的生活费。这个金融项目足够可以使超过200万的退伍军人进入大学和研究生院。该项目的总成本约为140亿美元。1949年的住房法案致力于在第二次世界大战后的全国住房短缺时期通过增加工人拥有的住房面积来改善他们的生活。

即使在杜鲁门的反商业政策下，仍然有几个金融家和杜鲁门政府存在很深的联系，包括商务部长埃夫里尔·哈里曼、来自布朗兄弟的副国务卿罗伯特·洛维特，以及狄龙—瑞德公司成员之一的国防部长詹姆斯·福里斯特尔。杜鲁门政府中的这些金融家并不能抑制1948年杜鲁门总统竞选活动中大量攻击华尔街的色彩。杜鲁门称这些人为“吸血鬼”。杜鲁门当选后股票市场作出了下跌的反应。1948年11月萧条开始，并延续到1949年。1947年2月1日，联邦储备委员会将保证金降低至75%以激励市场。这一措施符合市场的需要。纽约证券交易所席位费从1929年的625 000美元高点下降到1948年的6 800美元。但希望仍然存在。1948年3月22日，成交量超过200万股。1948年3月31日，有将近60万股在一个小时内成交。当时，交易所正在经历一场罢工。道琼斯工业指数在1948年4月1日站上了177.20点。

证券交易和信息

区域性交易所的数量日益增加。底特律股票交易所获得了退市的道琼斯化工企业的交易特权。洛杉矶股票交易所在1948年获得了美国电报电话公司可转换债券的交易特权。费城股票交易所建立了保证全部交易执行的清算系

统。这一系统使得“市场参与者不必对每一个交易对象的信用风险进行评估。”[①] 1949年，费城交易所和巴尔的摩交易所合并。1953年，华盛顿股票交易所也加入了它们。1949年，芝加哥股票交易所、克利夫兰股票交易所、明尼阿波利斯—圣保罗股票交易所和圣路易斯股票交易所和合并，成立了中西部股票交易所。1960年，新奥尔良股票交易所也加入其中。

1948年《华尔街日报》（西南部版）开始发行，它是1929年创刊的华尔街日报（太平洋沿岸版）的增刊。道琼斯在1950年发布了一个关于40支债券的指数和一个关于铁路股的铁路平均指数。《华尔街日报》列出了90天股票期权的交易。这些期权的标的是100只股票，涵盖了包括艾奇逊—托皮卡—圣菲铁路公司在内的几种证券。该铁路公司股票的90天看涨和看跌期权的出售价格是400美元。期权的标的股票还包括班安欧优先股、纽约中央铁路、伊利诺伊中央铁路、密苏里—堪萨斯—得克萨斯铁路优先股、北太平洋铁路、南太平洋铁路、南方铁路、阿利盖尼优先股、伯利恒钢铁、琼斯—劳克林钢铁等。法勒—施密特公司作为涨跌期权经济交易商协会的成员，还为一些股票提供“特殊看涨期权”。这些股票包括哈得逊汽车、美国橡胶、美国铝业和J. I. 设备。1948年，“一个投机者可以仅仅花费137.50美元购买一份看涨期权，也就是自购买看涨期权之日起的30天内购买100股股票的权利。”[②] 通过对短期利润征以重税，可以减少卖空交易的数量。当时的短期税率高达82%，而同时期的长期资本利得税率仅为25%。

第3节 朝鲜和对投资银行家的战争

1949年3月30日，联邦储备委员会将保证金要求从75%降至50%。这预示着也引发了从1949年6月开始并持续8年的牛市。在此期间，道琼斯工业平均指数从160点增加到700多点。1950年6月25日朝鲜战争开始，进一步激发了这次扩张，也引发了期货市场内疯狂的交易。在1950年6月25日至

① Philadelphia Stock Exchange, *Seeing with the Eye of Imagination*, p. 5.

② “Business & Finance,” *Time*, June 14, 1948, p. 90.

7 月 28 日的 5 个星期内，商品价格出现大幅上涨。“在朝鲜事件之前购买并存入最低保证金的投机者在 5 个星期后的 7 月 28 日套现，可以通过猪油合约获得约 450% 的利润，通过棉籽油合约获得 300% 的利润，通过大豆合约获得 300% 的利润，通过棉花或羊毛合约获得 150% 的利润，通过反应迟缓的小麦期货合约获得适度的 100% 的收益。”[①] 总统杜鲁门对商品投机者作出了愤怒的反应。他通过立法寻求对期货交易进行限制。明尼苏达州的参议员胡伯特·汉弗莱支持这一请求。他认为总统应有权力来打击商品投机者。然而，该法案未获通过，因为期货交易所同意通过增加保证金要求限制投机。

投机

投机仍然持续着。随着朝鲜事件发展，股市价格起起落落。威斯康星州的约瑟夫·麦卡锡参议员也是那些寻求机会获取巨额利润的人之一。他使用竞选专款来交易大豆期货。报纸专栏作家德鲁·皮尔森指出，甚至在总统谴责投机行为之时，肯塔基州参议员哈皮·钱德勒、得克萨斯州的帕皮·丹尼尔和伊利诺伊州的斯科特·卢卡斯都通过粮食期货投机获取利润。1950 年 8 月 10 日，在朝鲜战争爆发之后，CEA 发现一个不明身份的“中国集团”买卖期货合约，并导致价格迅速上涨。31 个中国账户联合持有约 300 万蒲式耳大豆的期货合约，而且这些账户的数量还在增加。最终，有 49 个和中国有关联的独立账户在交易大豆。该商品的价格从每蒲式耳 2. 20 美元飙升至 3. 45 美元。商品期货价格在 1950 年 11 月再次飙升。橡胶价格的上涨尤为强劲。

国家开始动员人们应对朝鲜战争。但是，正如第二次世界大战刚爆发时一样，人们对这一冲突缺乏热情。杜鲁门政府所设立的几个想要在朝鲜战争爆发后把美国经济转向战备状态的机构中有些职位难以招募到合适的人。这些机构中包括一个经济稳定机构和一个矿物能源管理机构。国家生产管理局正在确定原料的优先顺序。针对朝鲜战争的拨款超过了 1 500 亿美元。1950 年的《税收法案》通过提高个人和企业税率来支付这些支出。众议院筹款委

① *Congressional Record*, 81st Cong. , 2d sess. , 1950, 96, pt. 9: 11756.

员会建议对企业红利预扣 10% 的税款。为了防止价格上涨、资本转向战争需要造成的消费者支出和信贷需求，1950 年的国防生产法案授权联邦储备委员会对消费信贷和住房抵押信贷进行控制。1950 年 9 月，联邦储备委员会要求分期购买电器的首付不得少于 15%，并且剩余款项必须在 18 个月内付清。价格稳定办公室负责人对衣服、鞋子、家用器皿和家具等其他商品以及肉类设置了价格上限。1951 年，工资稳定委员会冻结了工资和薪金水平。

1950 年 4 月，在纽约证券交易所交易的股票接近 5 000 万股。特别是后来中国宣布与联合国交换战俘时，出现了很大的交易量。1951 年 1 月美联储将股票保证金率从 50% 提高到 75%。1951 年 3 月 12 日，美联储采取了一项信贷限约束计划。该计划致力于通过限制金融机构的贷款规模来抑制通货膨胀。美联储发表了一份原则声明来抑制对投机性投资、收购和兼并这些非生产性项目的贷款。这为美联储今后几年的行动奠定了基础。由于对应对战争的努力造成威胁，1952 年，杜鲁门查封了一家钢铁厂来回应当时全国范围内钢铁工人的罢工。最高法院认为总统的这一行为并不合适。[①] 与此同时，杜鲁门正在一场即将失败的斗争中与通货膨胀进行着抗争。然而，随着冲突的平息，通货膨胀有所减轻。价格控制和信贷约束也被取消。

1953 年 7 月朝鲜战争结束后，马铃薯期货市场出现了一次投机性增长。随后价格发生崩塌。区域性交易所在 20 世纪 50 年代仍然继续运行。中西部股票交易所在创立第一年取得了成功。芝加哥交易委员会在 1952 年停止证券交易，但仍然注册为一个全国性的证券交易所。费城股票交易所、巴尔的摩股票交易所和华盛顿股票交易所在 1953 年合并。其他的交易所包括了旧金山矿物交易所和盐湖股票交易所。

保险计划

朝鲜战争后，美国政府停止了人寿保险计划，并向服役人员的家属提供了一万美元的保障。联邦贸易委员会于 1950 年通过了关于邮购保险广告的规

① *Youngstown Sheet & Tube Co. v. Sawyer*, 343 U. S. 579 (1962).

则。这些规则是在豁免《麦卡伦—弗格森法案》的情况下被授权。纽约州在四十五年禁令之后，于1951年允许保险公司购买普通股。[①] 七年后，纽约州增加了一个“灵活性条款”，在不违背其他法规的前提下，保险公司可以最高将其资产的2%用于投资。这意味着保险公司可以从事非传统投资。

新的货币托拉斯围猎

对金融托拉斯的另一次攻击也在进行着。同样，目标是投资银行家。SEC主席威廉·道格拉斯曾经敦促公共事业公司的证券发行需要采用竞标的方式。SEC也试图对公用事业公司施加这一要求，但其实施被推迟到第二次世界大战后。第一个在发行中使用这种拍卖方式的公共事业公司是纽约电力和天然气公司。这种方式存在很多困难。SEC也尝试着将竞拍的方式引入所有承销业务中，而不是仅仅局限在公共事业中。SEC利用临时国家经济委员会作为一个场合来推动这一主张，但这一努力被第二次世界大战所中断。竞拍方式在承销业务中从来没有流行起来。但政府确实要求铁路信托证券和一些市政证券的发行必须采用拍卖的方式。

司法部于1944年宣布，在许多承销协议中发现的固定价格条款违反了《谢尔曼反垄断法》。这个消息引起投资银行家们的震惊。司法部的公告似乎是在变相要求采用竞标方式。1947年之前，司法部都没有对这一声明采取积极的行动。1947年司法部对17家投资银行和投资银行协会提起了一项大型的反垄断诉讼。政府声称，承销商们串谋起来对承销业务进行分配。被列为被告方的17家投资银行包括摩根士丹利、基德尔—皮博迪公司、高盛、怀特—韦尔德公司、迪伦里德公司、德雷克塞尔公司、第一波士顿公司、史密斯巴尼公司、库恩—勒布公司、雷曼兄弟和布莱恩公司。有些投资银行公司因为自己没有被列入司法部抱怨的范围而觉得被轻视了。未被列入司法部名单的大承销商有美林—皮尔斯—芬纳—贝恩公司、哈尔西—斯图尔特公司和所罗门兄弟—赫茨勒公司。美国诉摩根案的控诉中指控，主要的投资银行公司大

---

① Life Insurance Association of America, *Life Insurance Companies as Financial Institutions: A Monograph Prepared for the Commission on Money and Credit*, p. 76.

概自1915年以来一直通过共谋来消除竞争和垄断承销业务。[1] 据政府称，投资银行家们发展了一套体系，使其成为特定大公司的“传统银行家”。据称这种“历史地位”使得他们可以获得这些大公司未来所有的承销业务。此外，如果投资银行只参与承销，它将被认为具有在未来的集团承销业务中以类似方式参与承销的“历史地位”。

政府声称，投资银行意识到在承销业务中交换参与是它们的共同责任。政府指控投资银行协会对竞拍、私募和代理销售这些承销方式的怀疑违反了反垄断法。后来这一指控被撤销了。但政府仍然坚持它的观点，认为这些投资银行从事了违反竞争的活动，其中包括固定证券的发行价格、设定给交易商的价格和折扣，以及设定对那些不能完成自己的配股而使得交易商不得不购回证券的经纪人的处罚。对摩根的审讯在1950年开始并持续了两年。诉讼记录超过了10万页。1953年美国地方法院法官哈罗德·梅迪纳上报了一个冗长的说明驳回了这一案件。他认为政府的这一案件缺乏法律依据。他驳回了政府“历史地位”的观点，没有发现阻碍竞争、违反反垄断法的串谋行为。

梅迪纳法官的裁决使控诉中很多指控显得可笑，却成为这些投资银行的赞歌。梅迪纳法官声称，“我们很难夸大投资银行对国民经济的重要性”。[2] 他指出，通过承销商筹集到的资金便利了美国工业的巨大增长。梅迪纳法官还发现为美国工业需要提供的充足资金是“它的生命线。没有它，伟大的经济机器中的很多部件（如果不是大多数部件）将不能健康、正常的运行”。[3] 尽管政府指控承销商们从1915年的英法贷款中就开始了垄断，但梅迪纳法官却指出承销体系实际上“是根源于19世纪后期”。他还发现，19世纪90年代承销商使用的价格维持方式避免了大规模发行对证券价格造成压抑。梅迪纳法官认为，承销中的价格维持往往是为了在合理期限内成功分配承销比例的必要措施。

---

① *United States v. Morgan*, 118 F. Supp. 621 (S. D. N. Y. 1953).

② 同上。

③ 同上。

承销业务

摩根案的裁决在一段时间内停止了政府对投资银行的攻击。高盛的沃尔特·萨克斯表示，“梅迪纳审判之后，多年来天空第一次变得晴朗。”[1] 即使在摩根案件进行时，承销业务仍在继续。1950 年 1 月，美国电话公司通过由摩根士丹利公司管理的 100 多家公司组成的承销集团出售了 2 亿美元的长期债券。1950 年 9 月，亚斯提尼—诺埃尔公司为美国德鲁里有限公司进行了一项总值为 125 万美元的票据私募。1950 年 10 月，第一国际证券公司为美加铀矿有限公司发行了 50 万股股票。阿莫特—贝克担任了以联邦储蓄贷款机构受托人为对象的短期资金发行的经纪公司。该公司发现，投资的本金全部受联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC）的保护。该公司声称，在现行 3% 的年利率下，可以向不同的储蓄贷款机构发行 5 000 美元至 50 万美元不等。在之后的几十年里，这些经纪商为银行业制造了一次危机。

1951 年 10 月，柯芬—贝茨公司承销了超声公司新发行的 10 股股票。1953 年，麦当劳公司作为斯科特—费策尔公司的承销商发行了 64 000 股普通股。一家名叫自由贷款公司的金融公司在 1952 年以每股 15 美元的价格发行了 115 000 股股票。承销商中包含了爱德华·琼斯公司和布莱尔—罗林斯公司。1952 年 7 月，奥金克洛斯—帕克—雷德帕思公司发行了认股权证。该认股权证具有购买贝廷格公司普通股的权利。两份认股权证有权以每股 5 美元的价格股买一股普通股，并且可以在 1953 年 8 月 1 日至 1955 年 7 月 31 日的任何时间行使该权利。拉扎德银行为马格马铜业公司发行了资本存量股份的认股权证。公正证券公司购买了联合种植园主孟菲斯国家银行未被认购的股份。高盛在 1951 年为曼哈顿衬衣公司完成了一项金额 360 万美元，收益率 3. 5% 的本票的私募发行。这些票据于 1966 年 8 月 15 日到期。1956 年，当福特基金会出售其 20% 的股份时，福特汽车公司第一次公开出售其股票。这次发行的总额达到 6. 5 亿美元，主承销商为高盛。此次承销共涉及了 722 家公

---

[1] Lisa Endlich, *Goldman Sachs: The Culture of Success*, p. 58.

司。市政金融的作用越来越重要。1950年，《华尔街日报》维护了一个关于免税市政债券的指数。纽约则再次出现了财政困难。1951年纽约市的预算排全国第二名，仅次于联邦政府的预算。1951年9月，田纳西州戴维森郡发行了学校建设债券，根据到期日的不同，收益率从1%到1.8%不等。承销集团的成员包括约翰·纽文公司和潘恩—韦伯—杰克逊—柯蒂斯公司。底特律市在1951年发行了300万美元的K系列公用事业债券。承销商包括艾拉·豪普特公司、莱德劳公司和怀特公司。

1950年9月，伊利诺伊州库克郡发行了收益率为2.25%的税收共付认股权。这些认股权将用收到的公司基金税款和高速基金税款赎回。科罗拉多州在1950年发行了总值超过600万美元的高速公路收益债券。承销集团的成员包括赫顿公司、塔克—安东尼公司和派珀—贾弗雷—霍普伍德公司。格勒—福根公司和其他公司在1953年承销了克利夫兰市600万美元的第一住房抵押贷款收益债券。宾夕法尼亚州政府在1952年发行了4 000万美元的第三系列连续债券。承销集团有约55家公司组成，其中包含了史密斯·巴尼公司、亨普希尔—诺伊斯—格雷厄姆—帕森斯公司和李—希金斯公司。

那时，美国有超过4 000家经纪交易公司。辛格—迪恩—斯克里布纳公司是纽约证券交易所和匹兹堡股票交易所的会员，还是纽约场外交易协会的会员。1950年，阿尔佛雷德·斯托克加入基德尔—皮博迪公司的交易商公关部。格洛—福根公司和亚历山大·布朗公司在同年的12月一起合作承销。爱荷华照明和电力公司发行了利率为4.8%的累积优先股以及925 000股的普通股。承销集团成员包括奎尔公司、艾利克斯·布朗公司、史密斯·巴尼公司和摩斯利公司。赫顿公司是1951年11月爱荷华电力公司发行的1 500万证券的承销商之一。日本的证券也通过卡尔·马克思公司在美国境内面向金融机构发行。贝奇公司在1953年7月成为萨特勒有限公司发行5 000股普通股的承销商。弗朗西斯·杜邦公司和其他公司一起承销了印第安纳密歇根电气公司1 500万美元的股票发行。

1953年，胜利贷款2½s（指利率水平）处于交易中。人们还交易外国债券。其中包括希腊6s债券和日本加盖保证书5½s债券。交易中的还有投资级

别的公司债券。RFC 在 1953 年发行了免税债券。联邦基金也以 2% 的利率发行。美林证券租了一个曼哈顿兵工厂，并上演了“如何投资”的表演。这变成了纽约中央火车站内的信息中心的基础。潘迪克出版社印制了联邦证券法要求的注册、招股说明书、代理材料和其他材料。印刷和承销业务状况良好。1951 年发行的证券数量首次超过 1929 年。

股票交易

在朝鲜战争爆发时，有超过 5 000 个场外市场正在交易。纽约场外市场在 1953 年改名为美国证券交易所（AMEX）。美国证券交易所提议在 20 世纪 50 年代创建投资俱乐部，作为刺激股票所有权的一种方式，但其上市结果有时是存在疑问的。有超过 100 家的加拿大公司在 AMEX 上市。这些公司大多数都有一年或多年的收入赤字。1950 年，一个纽约证券交易所席位的价格是 51 000美元。当时，纽约证券交易所的会员公司有超过 1 600 个分支办事处，雇用了大约 10 000 名业务代表。1952 年，纽约证券交易所停止周六交易并减少了每天的交易时间。交易只在上午 10 点到下午 3 点之间进行。1953 年，纽约证券交易所同意其会员公司成为有限责任公司。第一个这样做的经纪公司是伍德科克—赫斯公司。投资银行贝克公司在 1953 年也变为有限责任公司。其他的一些经纪交易商也跟随了它们的步伐。在 1950 年，总共有大约 28% 的经纪交易商成为有限责任公司。10 年之后，这一比例超过 40%。到 1998 年，除了高盛之外的大经纪交易商都成为了有限责任公司，而高盛最终也在 1999 年改变为有限责任公司。

1949 年，美国只有 4.2% 的人口拥有股票。82% 的家庭的钱用于人寿保险。21% 的人有年金和养老金，并且接近 42% 的人持有美国储蓄债券。那时，年收入超过 3 000 美元的家庭中，69% 的反对投资于股票。1952 年，纽约证券交易所委托布鲁金斯研究机构多股票市场的投资者进行研究，看看这些数字有没有增长。这项研究发现，650 万个人拥有公众持股公司的股票。另外 200 万个人持有私人公司的股票。1952 年，美国有大约 3 万个百万富翁，但多数的个人持股人处于中等平均水平。为了增加个人持股，采取了一些措施。

在一段时期内，银行通过“昆比计划”（Quimby plan）允许其个人客户通过银行购买股票，并将股票保存在银行。

1953年，纽约证券交易所及其总裁乔治·基思·芬斯顿开始推广个人股持股。纽约证券交易所开展了一个“拥有你的美国公司股票”的广告活动，并通过木偶表演《库克拉、弗兰和奥利》（*Kukla*，*Fran and Ollie*）来推广股票投资。纽约证券交易所提倡使用“月度投资计划”（MIP），使中等收入的投资者每月将一小部分收入投资于替代共同基金的股票。MIP投资者通过其在纽约证券交易所会员公司开设的账户每月至少存储40美元。MIP参与者购买的证券由他们的经纪商选择。如果客户定期支付可以购买分数股份并且可以在一段时期内将其购买的股票“按购入证券的美元价格平均计算”。这一计划公布后的12周内所开立的MIP账户超过了13 500个。这些账户中的大多数是一些从未购买过股票的个人。到1961年为止，MIP账户中持有的金额超过2亿美元。然后，MIP账户并没有成为共同基金的有效竞争水平。原因之一是MIP账户的佣金比共同基金要高出很多。

1953年2月，证券保证金要求被降回50%。即使如此，1953年4月28日纽约证券交易所的成交量下降到不到100万股。股票价格在1953年8月31日急剧下跌之后开始了强有力的反弹。1953年9月至1955年1月期间，以某一指数衡量的股票价格上涨了50%。纽约证券交易所在1953年10月经历了最后一个不足100万股成交量的交易日。尽管1954年有一次衰退，道琼斯工业平均指数在1954年11月17日首次超过1929年的最高点。这一年，普通股标普500指数也上涨了50%。

股票市场在1953年9月至1955年1月之前几乎保持连续的增长。这引起人们担心又一个投机性泡沫在形成。1955年1月4日，联邦储备委员会增加了保证金要求。1955年参议院银行与货币委员会的一项调查致力于发现市场繁荣是否预示着另一次股票市场崩塌。哈佛大学约翰·肯尼思·加尔布雷斯也是其中一个厄运预言者。1955年的牛市“给很多美国公司的高级管理者带

来巨大的‘账面’利润。”[1] 这些利润是薪酬方案中授予这些个人的股票期权所产生的。哥伦比亚广播公司主席弗兰克·斯坦顿所持有的股票期权在1955年2月价值约450万美元。1956年，美国的个人持股者人数增加到860万人。

新问题

哈佛大学法学教授路易斯·洛斯在20世纪50年代帮忙制定了一套统一的州证券法。超过30个州采用了他的法案。这也带来了对监管的需求。20世纪50年代出现了一次低价股交易的爆发，低价股公司中有许多是铀矿公司。由于原子能应用的扩张，铀矿类股票成为热门。随着这次投机风暴而来的是一次高科技热潮。二极管公司和得克萨斯仪器公司属于两支高科技股票。20世纪50年发行的新证券有很多属于“热门发行”。股票价格会很快超过其发行价而快速获得补偿。很多的证券销售人员仅仅是兼职，而且很少接受监管和培训。即使美林证券的销售人员也会过分吹嘘其销售的股票，尤其是对生产香烟水过滤器的水过滤器公司股票。

兼并活动在1946年至1956年有所回升。争夺代理权成为20世纪50年代的经常出现的情况。参与者们往往会聘用专业的公关人员，如曾为报纸专栏作家德鲁·皮尔森工作的大卫·卡尔。史上最大的一次代理权争夺之一是关于洛斯有限公司的。斗争双方为两股争取公司控制权的部分势力。这次斗争差点终止了电影《宾虚》（*Ben Hur*）的制作。在另外一场代理权争夺中，刘易斯·沃尔夫森试图接管蒙哥马利—沃德公司。他的竞争对手是休厄尔·艾弗里。沃尔夫森曾创建了第一个企业集团，该集团在梅利特—查普曼—斯科特公司的保护伞下运作。持有大量蒙哥马利—沃德公司股票的机构拒绝支持沃尔夫森，但他们命令艾弗里辞职。早期的公司劫匪出现于托马斯·梅隆·埃文斯。他获得了对波特公司的控制，并利用波特公司追击其他的对象，包括起重机公司和威斯汀豪斯气闸公司。他总共获得了超过80家公司的控制权。其他的公司劫匪有罗伯特·杨、查尔斯·格林和阿特·兰达。

---

① “Option Opulence,” *Wall Street Journal*, February 1, 1955, p. 1.

公司“牛虻”出现于20世纪50年代。这些人反对大公司中管理层采取的那些他们认为不利于小股东的行为。他们的领袖是路易斯·吉尔伯特和约翰·吉尔伯特。两个吉尔伯特和他们的亲属在大约800家公司中持有少量的股票。这使得他们有权参加这些公司的股东大会。吉尔伯特两人每年参加多达200次公司会议。他们总共出席了约2 000次公司年会。然而“几乎总是被投票盖过，但他们很少被讨论盖过，也从未被争吵盖过。”[1] 本杰明·贾维茨在20世纪50年代推广了美国联合股东机构。他的机构致力于寻求有利的经纪立法。另外一个“牛虻”是威尔玛·索斯，她创立了美国商业妇女持股人联盟。该联盟认为，女性拥有大量的股份，因而在美国工业应该有更大的话语权。这些“牛虻”的抱怨有些共同的基础。在20世纪50年代，“公司管理者使持股人屈从于准借款人地位……达到了一个极端”。[2] 公司也开始减少对股东支付的股息，以保留更多的资金用作内部资本。

在1954年和1955年，著名电台播音员沃尔特·温切尔在他周日晚上的电台广播中吹捧了一约40种不同股票。他对股票市场也具有广泛的影响。温切尔在1955年声称，那些购买了他推荐的所有股票的听众将可能获得25万美元的利润。在一次著名的广播中，温切尔吹捧了潘特佩克石油公司的股票。该股票的价格在美国交易所大厅里迅速飙升，但随着美国交易所专业人员大量卖空该股票，价格开始回落。还有其他的股票市场吹捧者。尼古拉斯·达瓦斯是一位专业舞者。他写了《我如何在股票市场中赚了两百万美元》一书。他劝告投资者使用“止损”订单，在股票价格下跌时自动卖出持有的股票。在实际中，这些订单常常触发市场的急剧下跌。1955年，本顿·戴维斯出版了《道琼斯1 000》一书。他在书中声称，道琼斯工业平均指数可以到达1 000点。当时的道琼斯工业平均指数大约是430点。他的观点遭到了人们的嘲笑，其预言的结果并没有在20世纪50年代出现。1964年，当道琼斯指数在800点范围内时，戴维斯勇敢地出版了另一本同名书籍。

---

[1] Poyntz Tyler, ed., *Securities, Exchanges and the SEC*, p. 96.

[2] Harold G. Vatter, *The U. S. Economy in the 1950's: An Economic History*, p. 207.

证券欺诈

爱德华（“爱迪”）·吉尔伯特是20世纪50年代和60年代的一位成功的收购艺术家。他获得了布鲁斯公司（一家硬木地板公司）的控制权，并且在市场下跌的时候接管色罗提公司（一家建筑供应公司）。当时，吉尔伯特几乎触及了200万美元的保证金限额。吉尔伯特通过挪用布鲁斯公司的资金达到了保证金要求。最终，吉尔伯特没有更多的资金可以挪用，他逃到了巴西。尽管当时美国和巴西没有引渡协议，吉尔伯特最终回到了美国，在一个联邦监狱内囚禁了两年。

有一些人暗中串通起来欺诈市场中已有的投资者。这些人中包括瑟奇·鲁宾斯坦、洛厄尔·麦卡菲·比勒尔、亚历山大·古特玛和厄尔·贝尔。这些破坏者据说毁掉了75家公司，并且使投资者损失过亿。这些人中有很多最后逃到了巴西。1961年，美国与巴西签署了引渡协议，才使得大量外逃放缓。瑟奇·鲁宾斯坦在违反证券法后于1955年被处死。洛厄尔·麦卡菲·比勒尔“或许是战后最主要的公司破坏者和投资诈骗者。”[①] 他曾是纽约一家律师事务所——卡德瓦拉德—威克沙姆—塔夫特事务所的一名律师。离开律师实务所以后，他成为一个销售其所控公司非授权股票的交易商。比勒尔积累了大量的财富并建造了一个巨大的私人湖泊以停放他的游艇。1954年，比勒尔获得了斯旺—芬奇石油公司的控制权，并在美国证券交易所两位专家的帮助下出售该公司的股票。他们卖出了超过50万股斯旺—芬奇公司未在SEC注册的股票。在另外一场骗局中，比勒尔通过一家纽约的经纪公司——温斯顿公司售出了350万股美国勒迪克公司的股票。这些股票以每股1美元的价格售出，但很快跌至50美分，并在1961年最终跌至8美分。比勒尔还购买了一些公司，其中包括一家后来被用作洗劫的保险公司。1961年，比勒尔被指控税收欺诈。他逃到了古巴，但卡斯特罗掌权后又不得不搬到巴西。美国和巴西签署引渡协议后，比勒尔同意返回美国。比勒尔被判有罪，但由于证据问题政

① Arthur L. Liman, *Lawyer: A Life of Counsel and Controversy*, p. 49.

府不得不撤诉。

亚历山大·古特玛，又名桑迪·麦克桑迪，是另外一个著名的诈骗犯和公司洗劫者。共同广播公司是他的受害人之一。古特玛从比勒尔手中购买了联合染料化学公司后，对该公司的股票进行了操控。古特玛建立的自己的电话交易所，麦格拉斯证券公司，以销售肖瓦默发展公司、微型湿度控制公司和其他公司的掺水股票。他卖出了几百万份肖瓦默发展公司的股票。该公司的股票价格最高到达 4 美元，但随后大幅地下跌。最终，古特玛获得了联合染料、雅各布斯公司和好朋友公司这三家在纽约股票交易所上市公司的控制权。当古特玛被起诉时，他试图逃离美国，但他被逮捕并被判有罪，被送进了监狱。

厄尔·贝尔是一个投机者。他通过“投机西瓜期货”[1] 使自己完成了大学教育。被誉为华尔街“神童”的他在 1957 年操控了富饶金矿公司的股票并出售欺诈性的银行股票。在其阴谋诡计曝光之后，贝尔不得不逃到巴西。他在电话交易所内出售的股票之一是一个被黑社会人物控制的加拿大公司，德特莎公司。SEC 遇到了多起涉及加拿大证券的低价股欺诈事件。SEC 不具备对这些公司的管辖权，因而阻碍了其制止这些欺诈性销售的努力。1951 年，SEC 开始把一些出现过问题的加拿大证券纳入一个限制名单，以阻止美国证券经纪交易商在美国境内出售这些证券。即便如此，针对加拿大矿业罢工的投机增加了，并在 1953 年成为一个热潮。

电话交易所

加拿大股票和其他低价股交易的电话交易所在各地出现。它们是一些不可靠的经纪公司。这些经纪公司从事一些高压销售活动，以便将低价投机性证券卖给那些缺乏经验的个人。在一次电话交易所交易中，“通常会有 20 到 30 部电话配备了前嘉年华工作人员、销售专家、行骗者或赌注登记经纪

---

① Frank Cormier, *Wall Street's Shady Side*, p. 156.

人。"[1] 这些电话交易所是高度组织化的。首先，被称作“考克西”的销售人员会打电话给销售名单上的顾客，并为这些顾客设立账户。通常这些账户的金额比较小，并且从事比较保守的投资。这时，会把“装弹药的人”介绍给顾客。这是些销售专家。他们会诱导那些没有疑心的客户卖掉持有的蓝筹股并买入那些毫无价值的证券。随后，被称作“爆破手”的那些更为中坚的销售人员会介入完成工作。他们非常善于把人骗得分文不剩。

电话交易所之王是泽西城的沃尔特·泰利尔。他的公司，泰利尔公司专门从事低价股，特别是铀矿类股票的交易。泰利尔销售了超过60家铀矿企业的证券。他公司的发展是和大量的欺诈和额外费用紧密相连的。1952年，泰利尔公司在报纸上宣传铀矿股票。他在广告中提到，一个铀矿公司的股票价格从两年前的15美分上涨到现在的70美分。后来，泰利尔公司通过纽约广播电台鼓吹人们购买铀矿股票。该公司正在力推联合铀矿。约10万人回应了泰利尔的鼓吹。这些客户共计损失金额达到2 500万美元。

证券交易委员对华尔街的电话交易所开展了几次突袭。它发现仅纽约市就有超过500个高压销售人员在这种交易所中工作。一位出售投机性股票的人“是一位来自芝加哥的两起杀人案件的罪犯。坐在他旁边的是一个服劳役10年的毒品案件的重犯。"[2] 其他欺诈活动还有很多。贝兰卡飞机制造公司的股票在1955年受到了操控。西德尼·艾伯特控制了该公司并将其变为一个企业集团。公司的股价从8.50美元上升到30.50美元。1956年，公司的股价开始下跌，并一路跌至每股1.75美元。人们发现，艾伯特从事了许多欺诈交易，他因此遭到起诉。另外的游戏也在进行中。在一项涉及阴谋的方案中，投资者75%的投资将投于储蓄债券，剩下的部分用作矿产勘探。储蓄债券到期后，客户可以拿回所有的本金。这个方案的原理是，投资者在最坏的情况下仅仅会损失掉利息。在SEC对其诚信进行调查之后，这一提议被撤销。更为猛烈的犯罪活动继续成为金融的一部分。1950年1月，一群黑帮从布林克

① Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, p. 273.

② Hillel Black, *The Watchdogs of Wall Street*, p. 56.

的一辆装甲车内抢劫了 2.775 百万美元的现金和证券。

金融的变化

所得税变得越来越复杂，导致会计公司和税务筹划服务公司的增加。作为一个税务筹划服务公司，布洛克公司（H. & R. Blook）由堪萨斯城的俩兄弟在 1954 年创立。税务问题往往会翻开正式交易的真实一面。美国税收法庭在 1955 年规定，偿付贬值外币债务对借款人来说会产生收入。当贷款人因信用证券贬值被追讨的时候，这一规定在哪里？

计算机将改变华尔街和世界的其他地方，但在 20 世纪 50 年代它只是处于婴儿期。计算机在第二次世界大战的一个军队研究项目中运转，进行大炮瞄准所需数据表格的电子计算。这台计算机重 30 吨并占据 1 800 平方英尺的面积，但可以完成 5 万人的工作。战后，这一研究项目被用来为人口普查局搭建 UNIVAC 计算机。这一计算机在 1951 年完成并卖给了雷明顿·兰德。一台通用自动计算机价格超过 100 万美元，但即使在这一价格下仍然不能获得多少利润。雷明顿·兰德公司在通用自动计算机销售中损失了 2.5 亿美元。随着 IBM 702 机型的发展，国际商用机器公司成为计算领域的主要竞争者。1951 年 1 月，IBM 为其生产的电子计算器做广告。该计算器使用了超过1 400 根电子管。虽然 IBM 已经成为信息自动化行业的领导者，但还有其他的一些巨头，包括国家收银机公司、皮特尼—鲍斯公司和斯佩里—兰德公司。另外一个需要金融的发展中的行业是制药行业，它包括布里斯托尔—迈耶斯公司和辉瑞制药公司。其他的新兴蓝筹企业有伊士曼—柯达、康宁玻璃、得克萨斯仪器和宝丽来。它们都利用金融市场来拓展业务。一位罗切斯特出租车司机为哈洛德公司投资了 1 000 美元。该公司后来成为全录公司。这 1 000 美元的投资在 1972 年价值达到两百万美元。

第 4 节 美联储和 20 世纪 50 年代

在 1937 年将国家经济推回衰退之后，美联储被迫在货币政策问题上向财

政部妥协。在第二次世界大战期间，财政部官员颁布法令将利率保持在人为的低水平，以减少政府的融资成本。即使低利率给再融资项目带来了困难，财政部继续坚持战后政府证券的利率仍然需要保持在人为的低水平上。杜鲁门政府中的其他一些人也希望维持低利率水平。特别是，刚刚上任的总统经济顾问委员会也在推行低利率政策。财政部要求联邦储备委员会大量购买未售出的财政证券，以保持低水平利率。虽然美联储默许了战争期间的低利率政策，但随着战后通货膨胀的上升，它对利率水平的观点发生了变化。财政部保持低利率水平的要求使联邦储备委员会处于为了保持政府证券的价格而购买政府证券的尴尬位置。这些购买行为向银行体系注入了资金并被用于发放贷款。这样会导致更高的通货膨胀和更多加息的压力。联邦储备委员会在这些操作中仅仅是财政部的工具，而不能采取行动抑制通胀。

《财政部—联邦储备协议》

1947 年 9 月 1 日，财政部宣布，它将发行约 440 万美元的 12.5 个月收益率 1% 的债券。虽然这比以前的发行利率增加了 1/8，但美联储为了保持政府债券的价格仍然被迫在 1947 年 12 月的最后一周购买了近 10 亿美元的美国政府证券。1948 年，财政部允许将 3 个月美国国库券利率上调至 1%。即便如此，联邦储备委员会为了将长期财政债券收益率保持在 2.5% 的水平，不得不在 1948 年 9 月的最后一周再次购买 14 亿美元的争取证券。1949 年 11 月 30 日，财政部宣布发行一年期收益率为 1.125% 的政府证券。这比前次借款的利率 1.25% 要低。根据《华尔街日报》，“这符合保持低成本持有公共债务的财政政策。”① 国库券在 1950 年 9 月允许达到 1.3% 的水平，这个水平自 1933 年以来从未出现过。但这一利率仍然低于市场利率，美联储开始更强烈地抵制财政部对低利率的需求。随着通货膨胀给经济带来进一步的压力，关于这个问题的争论变得更加激烈。联邦储备委员会和财政部之间的摩擦严重到问题被提交给杜鲁门总统的程度。杜鲁门反对加息，因为他在第一次世界大战期

① “What's News,” *Wall Street Journal*, December 1, 1949, p. 1.

间购买了自由债券，而自由债券的价格在战后一度下跌。杜鲁门总统在白宫召集联邦储备委员会成员，告诉他们为什么在美联储寻求提高利率的情况下，他仍然希望债券价格获得支撑。联邦储备委员会仍然持反对意见。于是任命了一个由财政部和美联储官员组成的委员会来达成协议。斗争最终通过该委员会形成的所谓的《财政部—联邦储备协议》而调停。

“1951年3月4日的《财政部—联邦储备协议》是美国货币历史上的一个里程碑，因为它标志着紧盯财政债务价格政策的结束。”[①] 这是“美国经济政策史上最具戏剧性的一个事件”。[②] 尽管《财政部—联邦储备协议》最初仅允许利率略微增加，但该协议更广泛地改变了联邦储备委员会在管理联邦货币政策方面的角色。美联储能够减少其在支持政府债券价格方面的作用，并最终允许其价值根据市场状况波动。美联储公开市场委员会确定其未来的公开市场业务将局限于短期政府债券。它将不再设法保持对政府长期证券价格和收益率的日常控制。这并不意味着美联储不会采取行动来影响利率。相反，它将在指导利率方面发挥主导作用。举例来说，美联储在1961年参与了“扭转操作”，试图降低长期债券的收益率，并提高短期利率以吸引外国投资。这次的努力并不成功，但美联储将继续寻求对利率和货币政策的控制。

威廉·麦克切斯尼·马丁是进行财政部—联邦储备协议谈判的委员会成员之一。他被每个人所信任，原因是尽管他是财政部助理部长，但他的父亲曾经是联邦储备银行主席。从杜鲁门的角度看，更重要的是，马丁来自密苏里州。马丁曾任纽约证券交易所主席和进出口银行主席。根据协议，马丁被杜鲁门总统任命为联邦储备委员会主席。马丁在5届总统任期下担任这一职位长达19年。成为美联储主席后，马丁声称，《财政部—联邦储备协议》给予美联储作为一个中央银行的完全的独立性。美联储马上关注的一个问题是，更多的信贷被加入到第二次世界大战结束后的通货膨胀旋涡中。20世纪50年代，美联储有三种方法来控制信贷数量：贴现业务、公开市场业务和改变储

---

① Lester V. Chandler and Stephen M. Goldfeld, *The Economics of Money and Banking*, p. 564.

② Herbert Stein, "The Model of a Modern Central Banker," *Wall Street Journal*, August 7, 1998, p. A10.

备金要求。贴现业务涉及美联储体系内的成员银行借款。这些成员银行将通过联邦储备银行再贴现客户的票据，或者使用政府证券作为抵押发行自己的票据。然后储备银行将在其成员银行储备账户中提供贷款，并增加成员银行的储备金。公开市场操作涉及在市场上买卖证券以维持信贷流通。这些交易通常涉及美国政府证券。储备金要求的变化影响到银行可以发放贷款的数量。储备金的增加减少了可用于贷款的存款数量。

固定收益证券

20 世纪 50 年代中期，约有 20 个私人交易商专门从事政府债券交易。一些投资银行家和商业银行也从事政府债券交易。交易商为自己的利益购买政府证券用于投资或转售给他人。这些交易商维持了政府证券的二级市场。交易商从买卖证券的出价和要价之间的差额获得二级市场交易的补偿。与政府证券交易商的回购协议在 20 世纪 50 年代的联邦储备体系中使用。这些协议在 1951 年 3 月的《财政部—联邦储备协议》之后变得更受欢迎。国库券发行有 3 个月、6 个月或 12 个月三种不同的到期日。财政部中期债券的到期日介于 2 ~ 10 年。财政部长期债券的到期日超过 10 年。财政部在 1951 年发行了赋税抵偿国库券。在 1953 年，此类国库券的利率为 1.72%。公司可以使用这些国库券缴纳税款。财政部国库券很快取代了这些工具和财政部用来筹集短期资金的政府债务证券。随着市场利率上升，1952 年，3 个月的国库券利率上升至 2.25%。1953 年后，短期国库券的周发行总额约为 15 亿美元。到 1955 年，未偿短期国库券总额约为 200 亿美元。

国债拍卖正在改变。在第二次世界大战期间，非竞争性投标被用于证券发行。政府证券然后以固定价格出售。这种做法于 1947 年 7 月结束。此后，美国国债的拍卖是通过联邦储备银行向财政部每周举行的竞争性拍卖会投标的方式进行。每周财政拍卖的出价是以贴现面值进行，以反映证券的利息。投标时必须同时支付证券到期金额的 2%，或者出价方必须是财政部“认可”的交易商。出价将按照价格从高到低的顺序被接受。在出价相同的情况下将进行分摊。在国债被标注日期和发行后，必须支付全部金额。一些非竞争性

拍卖仍然被允许，但它们是根据竞争性拍卖的平均价格定价的。

1953年，短期拆借贷款的利率为2.5%。第二年，经纪人贷款余额约为45亿美元，远低于1929年10月的80亿美元余额。1953年，银行30天到90天票据的贴现利率为2%。商业票据市场的规模仍然远远低于20世纪20年代高峰期的水平。1920年流通在外的商业票据金额约为13亿美元。而1954年，未清算的商业票据还不到7.5亿美元。1954年大约有10个商业票据交易商。其中的4个交易商占了商业票据承销业务的约90%。“直接”票据不通过商业票据交易商由一些发行人直接卖给投资者。这些直接发行人大多是大型的金融公司。商业票据利率在1951年6月初从2.25%到2.5%不等。到1953年，“优质公司”发行的商业票据以2.625%的利率出售。

20世纪50年代的企业有时通过商业金融公司获得的贷款为其存货提供资金。这些贷款由借款人的应收账款担保。贷款金额以应收款质押物面值的70%至90%为基础。利息按照年利率10%至20%收取，但也可能低一些。用来担保贷款的应收账款抵押有时是以“通知”为基础完成的。这意味着应收账款中的欠款方将直接支付给金融公司。保付代理在20世纪50年代仍然存在。他们从企业购买应收账款，并承担信用和收款责任。通常，保付代理是在无追索权和通知基础上完成的。保付代理在纺织工业中尤为重要。

小企业

为了帮助小企业，小型企业机构被创立。它取代了朝鲜战争期间设立的小型防御工厂管理局。后来该机构又被小型企业管理局（SBA）取代。SBA通过财政部设立的循环基金获得资金来源。该基金的初始金额为6.5亿美元。其中5亿美元用于向小企业贷款，1.25亿美元用于灾难贷款。1958年的《小企业投资法》将SBA的资金增加到9亿美元。

在更大的规模上，到1955年为止，银行发行的定期贷款中约有1/3涉及联合贷款。在联合贷款中，贷款由不止一家银行发放。这类贷款也包括银团贷款，其中贷款金额由几家银行分担。贷款人将按比例承担贷款和同比例的违约损失带来的风险。通常，一家银行会被任命为代理人，为其他参与者管

理贷款。银行也与保险公司和其他机构投资者合作提供长期信贷安排。其中银行提供短期信贷，而机构贷款人提供长期信贷。

商业银行和储蓄银行

到了1950年，银行业雇用的女性多于男性。大多数柜员是女性，但只有15%的中层管理人员是女性。商业银行在战后继续发放贷款。1950年，国家城市银行为小企业提供定期贷款，金额可达10 000美元，期限最长为36个月。根据借款人的信用状况，公司通过银行获得的贷款需支付3%至8%的利息。1952年，“优惠利率”仍为3%。美联储的《Q监管条例》对全国性银行的定期存款利率进行了限制。1956年12月，美联储允许存折储蓄利率上升0.5个百分点至3%。由于《Q监管条例》的存在，银行业在20世纪50年代并不被认为是一个非常复杂的行业。据称银行家按照“3-6-3”规则营业。这意味着银行家以《Q监管条例》随规定的3%利率向其存款人借款，并以6%的利率贷出资金。然后下午3点银行家们因为没有其他事情可做，就可以有时间打高尔夫球了。在20世纪50年代，新业务可以获得广告溢价。这使得银行可以规避《Q监管条例》的上限。多士炉和其他赠品被用来吸引存款者参与这些项目。1962年，由于通货膨胀存款利息的3%上限被增加到4%。

1954年，在美国经营的信用合作社超过15 000家。第二次世界大战后，信用合作社的数量急剧增加，它们的存款在50年代增长了4倍多。信用合作社的主要业务是向其成员提供小额贷款。联邦法律将信用合作社可以提供的无担保贷款金额限制为400美元。共同储蓄银行也吸收存款。在20世纪50年代，纽约州将共同储蓄银行中个人存款的最大数量限制在1万美元。存款人收到的“利息红利”约为2.5%。在20世纪50年代，有超过500家的共同储蓄银行在经营。虽然这些机构位于17个州，但它们主要集中在东部。它们的总资产刚刚超过400亿美元。美国大约40%的共同储蓄银行建立于1860年之前，而80%建立于1875年之前。1945年到1960年，储蓄贷款银行的资产增加了900%。波士顿的一家储蓄贷款银行通过广告从年轻的女性就业人群中争取存款。广告中说，“如果你是世界上唯一的女孩，你永远不需要一个储蓄账

户”，但“聪明的有商业头脑的女孩知道把钱放在银行是有回报的”。[①] 在多数地区，储蓄贷款银行被限制投资房地产抵押贷款。然而，纽约银行督察在1952年7月宣布，纽约州储蓄银行准许投资的工具列表正在扩大，将包括所谓的州合法信托人投资列表中的债券。

1932年由国会创立的联邦住房贷款银行为住房融资提供了信贷来源。1953年，联邦住房贷款银行的数量增加到4 000多个。这些机构拥有近240亿美元的资产。造成这种增长的原因是，住房抵押债务在20世纪50年代爆发，从不到140亿美元增加到600多亿美元。联邦住房贷款银行在1958年发行了2.9亿美元，息票利率3.125%的债券。埃弗雷特·史密斯担任了此次发行的财政代理人。在接下来的一年，联邦住房贷款银行发行了1.18亿美元的5%收益率的F系列—1960统一债券。这些债券是联邦住房贷款银行的多项联合债务，并且属于储蓄银行，保险公司和信托人的合法投资。

在1950年至1954年，未偿住房抵押贷款金额每年增加约100亿美元。联邦住房管理局的住房抵押贷款保险和退伍军人管理局（VA）的担保“大大增加了住房抵押贷款的市场性。”[②] 这项保险消除了抵押贷款的违约风险，并使其更加畅销。联邦国家抵押贷款协会（通常被称为“房利美”）在1948年被授权建立一个VA抵押贷款（由VA担保的抵押贷款）的二级市场。这个“准联邦机构（打算）……接管那些贷款人提供的被许可的住房抵押贷款”。[③] 另一个住房抵押贷款二级市场是由全国房地产委员会协会在1953年计划的。该协会想要通过一个提案取代由房利美提供的二级市场。该提案下，私人投资者将从贷款发起人手中购买住房抵押贷款。这将通过一下方式完成。首先将很多住房抵押贷款放在一个池子，然后这个池子将面向私人投资者出售信用债券，池子中的住房抵押贷款将为信用债券提供担保和服务。信用债券销售的收益将用于从发起人手中购买其住房抵押贷款，并获得一定利润。卖出住房抵押贷款所获得的收益又可以用于发起更

---

① George Cruikshank, “Savings Shortage,” *Wall Street Journal*, May 2, 1955, p. 1.

② Marcus Nadler et al., *The Money Market and Its Institutions*, p. 13.

③ Vatter, *U. S. Economy in the 1950's*, p. 50.

多的贷款。这项建议预见到住房抵押贷款证券市场的到来。该市场将在20世纪80年代流行起来。1955年，私人住房抵押贷款公司在未清偿的1~4人家庭结构住房抵押贷款债务中占据了超过20%的份额。住房抵押贷款经纪人是借款人或发起人与住房抵押贷款投资人之间的中介。住房抵押贷款经纪人对贷款不承担任何后续责任。

消费金融

跟随朝鲜冲突造成的经济扩张而来的是1953年和1954年出现的短暂的衰退。美联储再次暂停信贷管制，消费信贷迅速上升。分期付款额在1952年6月份上涨了近6亿美元。当年，约60%的汽车和主要家用电器是在通过分期付款购买的。消费信贷在1953年增加了23%，或50亿美元左右。1953年4月，分期付款总额约为170亿美元。1954年汽车和电器分期付款的消费债务超过220亿美元。这是一个新的纪录，但消费者债务将在1958年再次飙升。为了满足人们的需求，提供分期付款贷款的个人金融公司的数量急剧增加。大多数州法律将个人金融公司的贷款金额限制在一个具体的最高额度，通常为300~500美元。此外，州法律还限制了可以收取的利息金额，通常为每月2%或3%，并随着贷款金额的增加而下降。到20世纪50年代末，约有3 500家公司在42个州经营着近12 000家小型消费贷款办公室。

大型金融公司为消费者分期付款购买如汽车和电器之类的物品提供信贷服务。这些金融公司向经销商提供贷款以支持这些销售，可以是有追索权的，也可以是无追索权的。在有追索权的情况下，经销商需要承担消费者债务清偿的信用风险。而对于无追索权贷款，金融公司将承担该风险。金融公司通过商业票据市场获得放贷资金。四五家金融公司占据了消费融资的大部分。三家最大的消费金融公司是C. I. T. 金融公司、通用汽车承兑公司和商业信用公司。许多分期销售合同通过大型制造商的自有资金渠道融资，如通用汽车承兑公司。1955年，在美国的工业企业中，通用汽车的销售额排第一位，总资产排第二位。它卖出的汽车占美国境内购买的汽车总数的40%。通用汽车公司是第一家年净收入超过10亿美元的公司。1953年汽车分期贷款的基本利

率为5%，但这一费用正在增加到6%。其他使用自己的金融公司的公司有比奇飞机制造公司，阿德米拉尔公司和阿姆斯特朗·科克公司。工业银行或莫里斯计划银行在20世纪50年代也为个人提供分期付款贷款。商业银行也增加了消费贷款。一家银行对这类贷款收取1.5%的利息，这一利率在过去的18年里没有改变过。纽约银行的汽车贷款利率为3.33%。国家城市银行是银行界最大的消费贷款者。

信用卡增长

"20世纪50年代，美国人爱上了信用卡。"[①] 1949年，弗兰克·麦克纳马拉设想了一种通用的旅行和娱乐记账卡。他发现了离家时没带现金的隐患。麦克纳马拉与拉尔夫·施耐德联合成立的大莱俱乐部在1950年发行了其第一张信用卡。在一个有点不确定的开始之后，大莱俱乐部变得非常受欢迎。大莱卡收取一定费用，并安排餐馆和酒店提供信用。大莱俱乐部扣除5%至7.5%的佣金后向酒店或餐厅进行支付，并向持卡人收取其花费金额。亚瑟·罗斯于1951年在长岛富兰克林国家银行创立了第一个银行信用卡计划。[②] 这就是"富兰克林记账计划"。该计划可使用于长岛的商店内产生的支出。商家将这些交易的销售单存放在他们的银行账户中，而不是从客户处收钱。然后银行会从客户的银行账户中收取所有的支出。该银行很快有了23 000个记账账户。加利福尼亚州的美国银行和曼哈顿大通大约在同一时间开始提供信用卡。美国银行卡（Bank Americard）是Visa信用卡计划的前身。

虽然美国运通公司长期以来一直在争论信用卡的创建，但它直到1958年才开始实际发行这样的卡片。美国运通卡最初由纸板制成，颜色为紫色，但创办几年后改为绿色。美国运通继续从旅行支票所获现金的"浮息"，或赚取的利息中获得大量的利润。这是因为从购买旅行支票的时间到旅行者花费的

---

① Peter Z. Grossman, *American Express: The Unofficial History of the People Who Built the Great Financial Empire*, p. 261.

② Anthony Sampson, *The Money Lenders*, p. 134. Credit has also been given to William Boyle for this program. John Steele Gordon, "Give Credit Where It Is Due," *Wall Street Journal*, May 25, 2000, p. 26.

时间之间存在滞后。美国运通浮息在1956年达到5.03亿美元，成为公司利润的主要来源。这个浮息将在1970年达到10亿美元。在1978年，旅行支票不兑现的平均天数为30天，美国运通每年的浮息收入约8 000万美元。1995年的浮息利润达到60亿美元。

银行业务

圣地亚哥国家银行宣布，它在1953年为左撇子提供支票簿。银行信托公司开始使用美国银行家协会推荐的磁性墨水代码处理其支票。这使得银行可以用计算机读取支票。磁性墨水字符识别方法此后被大多数美国银行采用，大大加速了结算过程。1959年，大通曼哈顿银行安装了第一台处理员工工资和福利的计算机。公司股票转让和登记服务也是银行的一项传统业务。随着企业开始内部化这些服务，银行在20世纪50年代开始失去这项业务。此外，计算机服务公司也发展起来为公司完成这些职能。布拉德福德国家公司就是一个这样的服务公司。

1955年，商业银行寻求扩大他们的权限以担任州和市政证券的承销商。当时，银行仅限于承销由普通税收而不是自身收益所担保的普通债务市政债券。随着银行试图将服务扩展到证券领域，这项建议遇到了投资银行家协会的反对，并预示了一场将持续几十年的斗争。证券业将通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》和其他“新政”法案来打击这一努力。这些法案在执行时曾遭到投资银行家的强烈反对。

银行控股公司立法

1928年泛美公司被创建以接管美国银行及其附属公司的股票。然后它开始收购银行。其中一些收购是在加利福尼亚州以外的州，包括俄勒冈州、内华达州、华盛顿州、亚利桑那州。1953年，泛美通过收购加利福尼亚的550家独立银行和分支机构，控制了世界上最大的银行体系。泛美曾经在一段时间里向其持股人分配美国银行的股票。它对美国银行的所有权在1952年被完全清除。然而，美联储认为泛美仍然控制着美国银行和其从5个州中收购的

47家控股银行。这占了加利福尼亚州、俄勒冈州、华盛顿州、亚利桑那州和内华达州所有商业银行办事处的41%。美联储试图迫使泛美放弃它在大约47家西海岸银行的利益。美联储没有赢得那场战斗。然而，对此种集中度的担忧最终导致通过了1956年的《银行控股公司法》，该法案要求银行控股公司剥离其非银行子公司。1956年《银行控股公司法》通过后，泛美通过成立第一美国公司将其银行业务与非银行子公司分离开来。第一美国公司于1961年改名为西部银行公司，并在1981年变更为第一洲际银行。

《银行控股公司法》禁止银行控股公司在其本州之外收购新的银行子公司，除非获得那些州的批准。这样的批准或许永远不可能发生。这项法案存在漏洞。《银行控股公司法》仅适用于多银行控股公司。这使得一家银行控股公司逃避监管。之所以允许这一例外，是因为许多小银行在其控股公司结构中经营几家非银行业务，但只拥有一家银行。国会并不想破坏这些小型机构的业务，尤其是它们并不会对银行系统构成任何威胁。这一漏洞在后来几年中将被大银行和其他机构所利用。

银行业的挑战

1955年4月，一场精心策划的抢劫抢走大通国家银行30多万美元。银行开始在其分支机构安装摄像头，以阻止这种抢劫。摄像头不能阻止所有的偷窃。大通银行在1956年丢失了大约100万美元的国库券。大通银行还面临着其他挑战。它在20世纪50年代淘汰了铁路部门，这也证明了该行业的衰落。大通银行于1955年与曼哈顿银行合并。后者成立于1799年，主要是一家消费银行，而大通银行则是一家"批发"银行。大卫·洛克菲勒是小约翰·洛克菲勒最小的儿子，他将晋升为合并后的机构首脑。

这次合并使新的大通曼哈顿银行成为美国第二大银行。美国银行是第一大银行。其他合并也将随之而来。1954年，化学银行与玉米交易银行信托合并。在1929年股票市场崩盘之前，国家城市银行差一点儿就完成了与玉米交易银行的合并。国家城市银行在1955年与第一国家银行合并。两家银行变为第一个国家城市银行，后来被称为花旗银行。到1955年，银行信托公司是美

国第九大商业银行。它主要通过一系列收购完成其增长。制造商信托与汉诺威银行合并为制造商汉诺威银行。摩根财团于1958年成为有限责任公司，并与纽约市担保信托公司合并。当时，担保信托的规模是J. P. 摩根的4倍。合并后的实体——摩根担保信托公司成为纽约第三大银行和美国第四大银行。

国际融资

国际融资的重要性日益增长，开始是作为一种政治工具，而后来对美国有重要经济意义。1950年9月，墨西哥从进出口银行获得1.5亿美元的贷款。大通国民银行和摩根公司在1950年共同向法国贷款合计2.25亿美元。大通国民银行与进出口银行一起参与了向日本的棉花贷款。在1951年2月，世界银行宣布它将通过400家银行和投资银行公司发行超过5 000万美元的债券。为了从囤积黄金作为对冲通货膨胀手段的公民手中获得黄金，法国政府在1952年在巴黎自由市场发行了与黄金价格挂钩的债券。当时，美国的共和党人正在寻求基于金币的金本位制，但艾森豪威尔拒绝这样的政策。德国债务清算计划于1953年被批准用于德国美元债券。为了区分合法债券和红军从柏林银行保险库取走的大量假冒债券，1945年成立了一个验证委员会。该委员会打算委托一家纽约的存款银行处理合法债券。其他外国证券在美国继续引起人们的兴趣。纽约的担保信托公司为来自4个国家的大约37家外国公司发行了美国存托凭证。

1954年，当IMF为秘鲁政府提供了约3 000万美元的货币稳定资金时，它的作用得到扩大。IMF的融资是“条件”贷款，它要求秘鲁改革其财政政策作为贷款的条件。这为未来的IMF融资树立了一种模式。但“条件”贷款仍旧存在争议。因为它被接受国视为对其主权的侵犯。在实践中，IMF的条件常常被放松或不能满足。这引起了反批评，认为IMF的资金只是用来支持欠发达国家政府的过激和不负责任行为。

15个欧洲国家和英国创建了一个欧洲支付联盟，以处理国家之间的贸易赤字和盈余。它将与国际清算银行合作，清算欧洲成员国之间的支付。该集团采用并维持成员国货币的平价，为净失衡提供资金，并促进贸易有

关支付的清算。这一体系后来被欧洲货币协议所取代。国际清算银行通过授予短期信贷进一步扩大了它的作用。1957 年的“罗马条约”在国际舞台创造了另外一个新星。欧洲经济共同体（现在的欧盟）旨在避免欧洲未来发生战争。到 20 世纪末，它将成为美国经济支配地位的对手并集中管理欧洲金融事务。

国际金融公司成立于 1956 年，主要投资于欠发达国家的私营企业。美洲开发银行成立于 1959 年，以贷款方式向拉丁美洲提供援助。追随其成立的区域开发银行是非洲开发银行和亚洲开发银行。与其他区域开发银行一样，非洲开发银行由成员国政府提供资金，并按其捐款比例给予表决权。它鼓励为了社会和经济目标，向非洲国家投资。亚洲开发银行的总部设在菲律宾马尼拉。它的建立是为了促进亚洲和太平洋地区发展中国家的经济和社会进步。早在 1890 年就开始努力创建这样的组织。这些区域银行提供了一个贷款窗口，以接近市场利率水平的利率发放贷款，并为其他贷款维持一个软性贷款便利。区域银行通过国际市场借款获得资金。

金融忧患

商品信贷公司被授权在第二次世界大战后继续支持农产品价格。这一机构向农民提供由农作物担保的贷款。如果农作物的价格不足以支付贷款，农作物将被没收，作为全额支付。与过去一样，这导致政府积累了大量过剩的小麦。国会试图通过 1954 年《农业贸易发展援助法》减少这些和其他过剩商品的储存。这项立法允许过剩商品作为向外国援助的一种形式。通过向欠发达国家提供贷款和其他激励措施，以购买过剩的政府商品库存，从而缓解过剩问题。

美国的利率上升至超过《Q 监管条例》允许银行定价的水平。1957 年，6 个月的储蓄存款利率为 3%。低利率导致美元从银行流向其他投资。国会反对艾森豪威尔政府允许更高的利率。有些提升利率的提议被允许了，但却是有限的。例如，布鲁克林的小额储蓄银行在 1957 年支付 3. 25% 的利息，并每季度复利计息。账户持有人可以开设一个只有 5 美元或高达 10 000 美元的

账户。

1958 年，哈佛大学教授约翰·肯尼斯·加尔布雷思出版了《富裕的社会》(*the Affluent Society*)。他担心广告正在人为创造商品需求。不管如何，这是发达的十年。2/3的美国人在 1960 年被列入中产阶级。财富继续集中。“1959 年，67 家银行在美国约 13 000 家商业银行中数量占比不到 0.5%，却控制着不少于所有银行资产的 40%。”[①] 大通曼哈顿和美国银行的资产都超过 80 亿美元。到 1960 年，多家银行持有所有银行存款的 2/3 以上，并发放了超过 70% 的贷款。

货币信托的探索再次开始。参议员埃斯蒂斯·基福弗于 1956 年开始调查汽车，钢铁和其他公司的兼并。杜邦公司在 1956 年拥有通用汽车公司股份的 23%，但在最高法院裁定公司违反了反垄断法后，该公司被迫放弃了这一权益。最高法院担心杜邦公司在 1917 年至 1919 年获得的股份正在为其产品在通用汽车创造一个专属市场。电力行业的串谋在 1959 年被发现。这是一个有关固定价格的丑闻。几名通用电气高管被指控与 28 个电气设备制造商串谋，以固定价格和提高价格。三名 GE 高管被监禁 30 天，另有 12 名被罚款。这是《谢尔曼反垄断法》历史上第二次有企业高管被送进监狱。

汽车和卡车制造商在 1958 年遭受经济衰退的打击。纽约的金融支配地位在某些程度上被侵蚀。纽约市银行结算所的一个委员会在 1959 年对纽约银行存款的下降进行了研究。委员会发现，导致存款下降的因素有几个，包括人口减少和联邦资金被用作公司基金的投资媒介。福特基金会货币和信贷委员会成立于 1958 年，负责研究美国的货币和金融体系。其成员包括许多商业领袖人物、银行官员、投资者甚至工会官员。该研究发表了几卷，深入研究了市场及其监管的复杂性。其大部分建议只是为了修改现有制度。

财政部在 1958 年对某些财政证券进行了替换发行，将旧的证券替换为更长期限但较低利率的新证券。到 1959 年，财政借款已经上升到创纪录水平。在 1959 年 12 月，91 天的票据支付 4.501% 的利息。1929 年以来长期票据所

---

① U. S. House, Securities and Exchange Commission, H. Rpt. 2235, 86th Cong., 2d sess., 1960, p. 56.

支付的利率是最高的。1959 年 9 月，主要商业银行的优惠利率为 4.5%。对政府证券的投机活动正在出现。当黄金以每盎司 35 美元与美元兑换时，美国正经历黄金的大量外流。在 1958 年和 1959 年中，美国失去了 30 亿美元的黄金储备。1958 年，对外投资的增加和进口的上升使美国国际收支产生了赤字。

第6章 新纪元的开始

第1节 机构投资者

第二次世界大战后，证券市场上"机构购买普通股呈显著上升趋势"① 的现象日益突出。机构投资者包括开放型投资公司（共同基金）、封闭型投资公司、公司养老基金、保险公司、共同信托基金和银行管理的个人信托基金。"由于收入和继承税法律的影响，个人作为投资者的重要性减弱，大型机构投资者在投资规模和投资需求方面表现了非凡的持续增长势头。"② 这些机构经常作为受托人为他人投资。这限制了他们自由或积极投资的能力，因为受托人只允许投资"安全"的证券。

投资标准

早期英国法院的裁决允许受托人将信托基金投资在房地产和股份公司，包括东印度公司这类的公司。受托人不能向个人凭信用放贷，不管他们的信用多么可靠。受托人是否可以从事股票"交流"（证券交易）的问题随即产生了。南海泡沫事件改变了英国法院的态度，受托人发现自己受到法律要求

① U. S. Senate, S. Rpt. 1280, 84th Cong., 1st sess., 1955, p. 92.

② *United States v. Morgan*, 118 F. Supp. 621, 647 (S. D. N. Y. 1953).

的限制，他们的主要投资被局限于政府证券。在美国，1830 年马萨诸塞州法院在《哈佛大学诉阿莫里案》中的裁决继续对受托人的投资强加“审慎人”规则。[①] 美国的法院就这一规则是否允许普通股投资发生了分歧。后来，各州通过立法，制定了“法律清单”，规定哪些证券是受托人的审慎投资。最初，这些名单不包括普通股。

在第二次世界大战后，由于各州法律的支持，使机构得以购买股票。科罗拉多州在 1950 年修订了宪法，允许信托基金投资于普通股和公司债券。1963 年，22 个州颁布了《模范谨慎人投资法案》（*the Model Prudent Man Investment Act*），放宽了对受托投资的限制。如此逐渐地，各种法令和法院裁决允许受托人更大量地投资公司股票。关于混合基金，法院原本限制了信托财产受托人以投资为目的，此后法院的判决和各种法规放宽了这些限制。美国联邦储备委员会发布的《S 条款》规定通过银行信托部门为证券投资制定了更灵活的标准和做法。

1946 年至 1952 年，“金融机构股票购买量相当于新发行净额的近 2/5”。[②] 到 1954 年，机构持有证券价值约 660 亿美元。机构交易者在总交易量中的占比增加，也就是说，机构不再仅仅购买和持有。到 1958 年，机构交易约占交易活动总量的 25%。机构投资者增长的另一个现象是，“到 1950 年初，私募债券占所有公司债券现金销售的美元价值的近 50%”。[③] 这些私人配售中的投资者通常是机构，而最大的机构投资者往往是保险公司。到 1948 年，保险机构的储备金超过 500 亿美元。当时，美国有 7 500 万份有效人寿保险单，综合获益价值为 1 800 亿美元。而增长还在继续，到 1952 年 6 月，美国有大约 2 650亿美元的人寿保险单，从 1945 年到 1955 年，保险公司的资产翻了一番。

保险业务

一些保险公司正在成为金融巨头。由 W. L. 小穆迪在 1905 年创建的美国

---

① *Harvard College v. Amory*, 26 Mass.（9 Pick.）454（1830）.

② Raymond W. Goldsmith, *Institutional Investors and Corporate Stock: A Background Study*, p. 84..

③ Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, p. 500.

国家保险公司拥有超过 20 亿美元的资产。大都市人寿保险公司（MLIC）发行了约 500 亿美元的人寿保险，1/5 的美国人成为该保险公司的保单持有人。大都市人寿保险公司对其资产的投资分配如下：公司债券和贷款占 49%，美国政府债券占 22%，房地产抵押贷款占 18%，其余部分是其他投资和持有现金。第二次世界大战后，保险公司开始在工业和商业建筑中投入大量的储备。建筑物通常被回租给卖方或使用建筑物的企业。人寿保险公司参与了大型房地产开发项目，包括彼得·库珀村（Peter Cooper Village）、帕克切斯特（the Parkchester）和史蒂文森（Stuyvesant）在纽约的开发项目。

保险公司投资了约 4 亿美元在如上所述的住房项目中。在 20 世纪 50 年代的其他保险公司投资包括农业贷款、城市房产贷款，以及在美国和外国政府发行政府债券。保险公司开始涉足住房抵押市场，并且正在向与银行竞争的公司提供定期贷款。各州的保险法规对保险公司允许投资房地产的限额方面有所不同。纽约州在保险公司的房地产资产中有 3% 的限制，而犹他州则允许 20% 的投资用于商业地产。作为集团公司，人寿保险公司是公司债券市场中最大的投资者。20 世纪 50 年代开始，保险公司持有约 15% 的工业债券和 5% 的铁路债券，公共事业债券成为人寿保险公司资产的另一个重要组成部分。因为州法律放宽了对投资的限制，保险公司正在增加对普通股的投资。人寿保险公司的股票持有量从 1946 年的 130 亿美元增加到 1954 年的超过 360 亿美元。到 1959 年，人寿保险公司持有 46 亿美元的股票，包括优先股和普通股。这仍然只占保险公司持有量的一小部分——约 4%。许多保险公司的证券投资是通过私人配售进行的。票据就是这样的产品，20 世纪 50 年代末，雷曼兄弟为 20 世纪福克斯电影公司开具了 2 250 万美元的期票。

在 1945 年至 1955 年，团体人寿保险覆盖的人数从 1 140 万人增加到2 870 万人。新产品不断推出。自由保险公司在 1949 年推出了“主要医疗保险”。这些保险计划为员工提供全面的医疗保险。到 1951 年，这种保险覆盖了大约 10 万人。到 1986 年，这一数字将增加到超过 15.6 亿人。

年金

另一项新产品是 1952 年由大学退休股权基金（CREF）引入的可变年金，

隶属于教师保险和年金协会（TIAA）。参与年金的人寿保险公司在 1954 年首次向公众提供了可变年金合同。而大学退休股权基金仅向教师提供这种可变年金。

根据传统的“固定”年金，购买者根据保险费、预期寿命和保险费的假定回报率收取固定的收入。保险公司必须承担买方寿命比预期寿命长的风险，保险费投资的回报可能低于预期。相比之下，可变年金保费则投资于证券，将根据这些投资的表现，而不是用固定年金的假设利率，决定可变年金的收入金额。可变年金的购买者承担的投资回报将有小于预期的风险。如果可变年金保费的投资超过固定年金的回报率，则回报率也可能高于固定年金的回报率。

可变年金的产生得益于保险业利用了在 20 世纪 50 年代兴起的投资者对股票市场的兴趣，保险业希望有产品能与共同基金抗衡。可变年金填补了这个角色。事实上，1959 年，最高法院将可变年金本身裁定为一种证券，这意味着根据联邦证券法，可变年金受到 SEC 的监管。这一裁决标志着今天在保险业和证券业一体化进程中持续斗争的开始。另一个持续存在于保险业的问题是保险销售人员的周转。自 19 世纪中叶至 20 世纪中期以来，保险代理人的流失率高达 50%，第一年从业的代理商和 25% 的老代理商往往寻求逃向更有利可图的机会。这种逆转对不断培训新人员提出要求。

养老基金

养老基金投资公司增加。这些机构在 1940 年持有约 10 亿美元的资产。十年后，2 000 多个已经实施的养老金计划占据约 80 亿美元资产。在 1945 年至 1954 年，私人养老金计划所涵盖的雇员人数从 560 万增加到了 1 250 万。到 1954 年，养老基金储备估计增加到 200 亿 ~ 250 亿美元，到 1956 年大约 90% 的工人被公共或私人退休计划覆盖。到 20 世纪 50 年代末，约有 1 400 万美国人在私人投资计划中享有私人利益，这些私人投资计划由价值超过 220 亿美元的资产支持。国家和地方政府退休基金也增加了，在 20 世纪 50 年代，社会保障被扩大到超过 900 万人。福利越来越多。

养老基金的增长受到几个因素的刺激。提供最初推动力的是企业所得税的增加和第二次世界大战期间的工资上限，这便鼓励发放养老金津贴作为额外补偿。老年人和幸存者保险（社会保障）及政府的铁路养老金退休制度进一步提高了公众对退休计划的兴趣。战后工会的增长为养老金增长提供了更多的动力。约翰·刘易斯（John L. Lewis）在1945年一直要求他的矿工养老金权利。矿工罢工，矿井被联邦政府没收。于是双方达成协议，为矿工创建了一项雇主资助的养恤基金。随着工会开始通过集体谈判寻求养老金福利，养老金增长进一步增加。到1949年，法院对这些努力进行了强制约束，认为养老金基金可能是强制性集体谈判的主题。退休计划增长的另一个步骤是1950年开始的通用汽车计划。这项养老金计划是由公司通过“在股票市场投资养老金的激进想法”资助的。[①] 为了降低风险，基金不得将其超过5%的资产投入任何单一公司的股票。通用汽车同意在养老金计划中不购买自己的股票。通用汽车的养老金计划成为其他大公司的榜样。还有一个刺激养老金计划增长的原因是国会在1954年决定允许对养老金计划进行税收减免。

在第二次世界大战之前，大多数退休计划是确定的福利计划。这意味着员工获得了一个固定收益，通常是基于其在公司的服务工龄和工作时获得的工资。固定缴款计划在战后变得流行起来。这些计划要求员工为自己的养老金计划缴款。然后雇主和雇员的缴款被用于购买证券或其他投资。雇员的养老金福利金额将取决于这些资产的市场表现，以及服务时间及其他因素。20世纪50年代，大量的养老金计划是与受托人签订的自筹资金计划，以单独的资产进行基金投资。1952年，银行投资的普通信托基金持有的普通股和优先股约为6亿美元。1955年，美联储授权商业银行为公司退休计划创建集体投资基金，这使银行可以将小额雇员福利计划的资产集中到共同信托基金，然后进行集体管理。一些养老基金由保险公司管理。根据这些计划，个人养老金计划投资与保险公司的其他投资混合。

养老基金的主要投资是公司债券，但后来发生了变化。1954年股票市场

---

① William M. O'Barr and John M. Conley, *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, p. 18.

的价格上升导致了养老基金对普通股的大量关注。加州允许其公共退休体系购买普通股。在 1950 年，纽约州授权将其持有的高达 30% 的公司养老基金投资普通股。到 1955 年，养老基金购买了证券市场上出售的普通股和优先股的 1/4，主要集中在“蓝筹股”。到 20 世纪 60 年代，养老基金将更大比例的资产投资于股本证券。然而，债券仍然是养老基金的流行投资。1958 年，养老基金持有债券占纽约证券交易所上市债券的 10% 以上。

随着养老金计划的增长，出现了严重的问题。员工权利往往得不到保护。许多员工对养老基金没有既得利益，如果他们在公司的服务因任何原因被终止或中断，他们将失去任何权利。一些养老金计划没有资金。这意味着他们的基础是“实付实缴制”，如果公司不能履行其义务，员工便没有保护。1958 年，国会试图通过立法制止养老金基金管理中的滥用，该立法要求披露养老金计划，相关的财务报告必须提交给美国劳工部。

共同基金

个人投资者仍然活跃在证券市场。在 1954 年约有 750 万个人拥有在美国上市的公司股票。280 000 个美国钢铁公司的股东中有超过一半是收入低于 10 000美元的个人。到 20 世纪 50 年代末，很大一部分美国民众持有证券。然而，纽约证券交易所在 1957 年的一项调查发现，个人在交易所交易的百分比正在下降。共同基金正在成为许多个人的证券投资选择。共同基金行业资产在 1945 年达到 10 亿美元，在 1951 年有 100 万个账户持有共同基金。投资公司在 20 世纪 50 年代壮大起来，特别是开放式共同基金公司。1953 年，145 家共同基金将其股票出售给个人投资者。还有许多封闭式公司可供投资。1960 年，投资公司的数量增加到 570 家，资产大幅增加。

20 世纪 50 年代，罗・普莱斯共同基金（the T. Rowe Price Mutual Funds）在巴尔的摩成立。沃尔特・摩根是费城惠灵顿基金会的经理。小杰克・德莱弗斯（Jack J. Dreyfus Jr.）的奈斯拜特基金（Nesbett Fund）在 1959 年改名为德莱弗斯基金（the Dreyfus Fund）。该基金在 1954 年至 1955 年将其资产净值增加了 143%。埃伯施塔特公司（F. Eberstadt & Co.）在 20 世纪 50 年代成立

了化学基金，并以其对施乐公司（Xerox Corporation）的600美元投资最终价值率为1.12亿美元而闻名。雷曼兄弟是一个成功的共同基金的发起人，该共同基金是威廉街道基金（the One William Street Fund），成立于1958年，在其首次发行中就筹集了超过1.8亿美元，成为当时共同基金中最大的承销，这个共同基金的最初用户针对的是富有的个人。

公司金融

业务还得继续。在1951年的1 000家最大的制造公司中，有850家在十年结束时存活下来。其余消失的几乎都是被合并了。较大的收购包括美国无线电公司（RCA）收购赫兹公司（Hertz）和兰登书屋（Random House），麦克唐纳公司（McDonnell Company）收购道格拉斯飞机制造公司（Douglas Aircraft），泛美公司（Transamerica）收购联美公司（United Artists），大西洋里奇菲尔德公司（Atlantic Richfield）收购辛克莱石油公司（Sinclair Oil）。拉扎德投资银行（Lazard Frères）在20世纪50年代处理了许多大型收购，也是第一家在并购案中获得100万美元手续费的投资银行。在20世纪50年代，拉扎德在四年间从其并购业务中获得了约1 000万美元的费用。拉扎德投资公司是一个“联合体”。[①]

1955年2月，戈劳尔—福根公司（Glore, Forgan & Co.）和雷曼兄弟为科克伦金属箔公司（Cochran Foil）承销了利率4.25%，共250万美元的票据。同年10月，家庭金融公司发行超过30万股的普通股，其承销商包括李—希金斯公司、威廉·布莱尔公司（William Blair & Co.）和斯通—韦伯斯特公司（Stone & Webster）。邓普西—泰格勒公司（Dempsey - Tegeler & Co.）及其他公司担任了美国瓷砖公司（United States Ceramic Tile Company）7万股的承销商。通用汽车公司在1956年5月发行了超过100万股普通股，此次发行的承销集团由大约40名投资银行家组成。哈里曼—利普雷公司（Harriman Ripley & Co.）和几个其他投资银行家在1957年担任承销商，承销了由商业信

① Cary Reich, *Financier: The Biography of Andre Meyer*, p. 243.

贷公司发行的将在1977年到期的4.5%的2 500万美元次级债券。1957年，公平证券公司在各地建立办公室，包括纳什维尔、达拉斯、休斯敦、伯明翰、新奥尔良、孟菲斯、纽约、哈特福德、费城、亚特兰大、格林斯博罗和杰克逊及密西西比州。19世纪50年代中期，所罗门兄弟—赫茨勒公司遭遇了某些巨大的交易损失，其资本从1955年的1 100万美元下降到1957年的700万美元。然而，1959年10月，著名的德雷克赛尔公司（Drexel & Co.）和其他公司为密苏里太平洋铁路公司提供了超过300万美元的5.125%利率的设备类托拉斯证券。这些证券是根据“拥有20%的现金股权的费城计划”发行的。[1]

证券市场

证券市场正在蓬勃发展。新的证券产品在1954年到1957年从约95亿美元上涨到约130亿美元，股票价格也在上涨。在20世纪50年代，股票市场年平均增长达到19.3%。在艾森豪威尔总统任期内，道琼斯工业平均值增长了一倍多。股价在公布第二个交易日之后大幅上涨，交易量的上升使纽约证券交易所行情系统显得落后了。1955年9月艾森豪威尔总统心脏病发作时，行情系统出现了更大的延迟。道琼斯指数下跌了30多点后，这个新闻打击了电报系统，导致了“自大萧条以来的最为陡峭的下降”。[2] 纽约证券交易所的价格在1956年11月英国和法国宣布袭击苏伊士运河后再次暴跌。

尽管美国股票市场的交易量在1956年下降，但是矿业股票成为加拿大市场热烈的交易主题。多伦多交易所在一周内的交易超过5 600万股。一部分铜股票上涨达到200%。SEC后来取缔了莱德勒公司的注册，因其在美国出售加拿大证券方面的行为违反证券法规。电视制造商的股票在20世纪50年代大行其道。电视基金公司是一个只处理电视股的共同基金。1958年，制作了名为《我爱露西》（*I Love Lucy*）的节目的德西路制作公司（Desilu Productions）股票发行大热，股票的价格在第一次发行后很快就从10跳到29。

太平洋海岸证券交易所成立于1957年，是由旧金山证券交易所和洛杉矶

① *Wall Street Journal*, October 1, 1959, p.16.

② Cary Reich, *The Life of Nelson A. Rockefeller*, p.619.

证券交易所合并而成的，分别在洛杉矶和旧金山设有交易厅。新奥尔良证券交易所在1959年并入中西部证券交易所。华尔街开始了自动化。纽约证券交易所开始使用传呼机，并使之最终取代交易大厅的信号器。纽约证券交易所开始对交易所上市的股票进行自动监控并查找股票中的异常交易，当发现这种交易时，则进行调查。气动输送系统仍然用于在经纪公司之间的通信，但在未来几年将被计算机通信所取代。经纪公司们白天将完成支付的客户证券保存在“笼子”（柜台）中，并在晚上将它们存储在公司的“盒子”（其库房）中的按客户名称排列的文件柜中。而后随着交易量的增加，经纪人使用了一种散装隔离方法，其中证券是按照公司名称而非客户名称排列的。经纪人的记录表明哪些客户拥有哪些证券。

1958年，美林—皮尔斯—芬纳和比恩公司（Pierce，Fenner & Beane）开始使用IBM 705型计算机。之后，该型号计算机以每月16万美元的费用被租赁。自动化需求开始。美林公司在100多个城市设有办事处，服务于超过400 000名客户。[①] 美林公司取代J. P. 摩根成为华尔街的领头羊。坐第二把交椅的是贝奇公司（Bache & Co.），它的规模仅仅是美林公司的一半。查尔斯·梅尔于1956年去世，温斯罗普·史密斯接管了美林公司。在接下来的一年，史密斯选择迈克尔·麦卡锡协助管理公司。这种选择遭到了阿尔普斯·比恩（Alpheus C. Beane）的反对，他是在第二次世界大战期间与美林集团合并的芬纳—比恩公司（Fenner & Beane）。因为这种反对，比恩被迫离开了公司。然后美林公司便成为了美林—皮尔—芬纳—史密斯公司。

19世纪50年代，SEC遇到了问题。批评家们指责道“SEC存在于字面和表象中，10年的大部分时间都在睡觉”，[②] 其部分原因是SEC的人手不够用。1941年，SEC的工作人员编制近1 700人，而到1955年，SEC的工作人员还不到1941年的一半人数。SEC被迫顺从了交易所和美国证券交易商协会（NASD）的自我监管。SEC还顺从于会计行业的私人机构，尽管《1934年证券交易法》赋予了它对公有公司会计事务的广泛权力。SEC允许美国注册会计师

① Martin Mayer, *Wall Street: Men and Money*, p. 115 - 16.

② John Brooks, *The Go - Go Years*, p. 84.

协会在1959年创建了会计准则委员会，并建立会计准则。这个行业协会是由“八大”公司主导的。他们包括亚瑟杨公司（Arthur Young & Co.）、塔奇—罗斯—贝利—斯玛特公司（Touche，Ross，Bailey & Smart）、安达信公司（Arthur Andersen & Co.）、永道—罗斯兄弟—蒙哥马利公司（Lybrand，Ross Bros. & Montgomery）、毕马威公司（Peat，Marwick，Mitchell & Co.）、普华公司（Pricw Waterhouse;）、哈斯金斯—赛尔斯公司（Haskins & Sells）和厄恩斯特公司（Ernst & Ernst）。大型会计师事务所开始从事管理咨询业务，并最终与审计职能业务双剑合璧。SEC要求经纪人在1957年审核财务报表，这着实为会计师事务所提供了更多的业务。纽约证券交易所总裁基思·芬斯顿（G. Keith Funston）和美林证券公司负责人温思罗普·史密斯（Winthrop Smith）试图说服国会扩充联邦证券法律，要求场外市场交易股票的公司定期进行信息披露，并希望所有拥有500多名股东和至少500万美元资产的公司提交业务报告并更新信息。这个要求直到20世纪60年代才被采纳。

金融业的滥用

1958年，SEC指控路易斯·沃尔夫森发表了一份虚假的新闻稿，声称他将卖出其持有大头寸的美国汽车公司股票中的大约1/4。事实上，他已经卖出了所有的头寸，然后将其做空。沃尔夫森的阴谋将最高法院大法官陷于丑闻中。政治和金钱在其他领域的结合并不好，特别是在与毛皮大衣结合时。有人发现，一件价值8 000美元的貂皮大衣被交给了白宫的一位速记员，彼时她的丈夫梅尔·杨（Merle Young）正巧在复兴金融公司（RFC）工作，而这件外套是来自RFC之前的贷款申请人代理律师的礼物。杨还批准了另一笔从RFC贷给拉斯特伦公司（Lustron Corporation）1 000万美元的贷款，后来他加入后者工作。联邦陪审团判定杨对于其收入证明犯有伪证罪。理查德·尼克松（Richard Nixon），在任副总统时，使用那个貂皮大衣反衬其夫人的“共和党布外套”，发表了著名的“跳棋”演讲，旨在转移对他的富有支持者为其建立行贿基金的批评。国会在1957年的另一项调查显示，白宫助手谢尔曼·亚当斯曾试图协助金融家伯纳德·高德芬（Bernard Goldfine）建立SEC调查与

涉嫌其他问题的东波士顿公司的联系。亚当斯因此被行贿各种礼物，包括给他夫人的一件小羊驼毛大衣。这导致了亚当斯的下台。

商品市场

政府的商品批发价格指数在1948年和1954年相当稳定。[①] 但咖啡是个例外，在1954年经历了价格的急剧上涨。应艾森豪威尔总统的要求，联邦贸易委员会进行了调查，指控咖啡和食糖交易所存在不公平竞争和欺诈做法。交易所的"S"合约有这样的限制性条款使得交易非常不活跃，当临近交割时，合约容易被操纵。联邦贸易委员会要求纽约咖啡和食糖交易所取消其咖啡期货"S"合约，以另外两份合同作为替代合同。没有在1936年《商品交易法》中列出的商品交易中，咖啡和其他期货合约在其他方面未受到管制。国会定期修订《商品交易法》，向受管制商品清单中增加新商品。1938年，增加了羊毛条；1949年，法规中增加了油脂、棉籽、棉籽粉、花生、大豆和豆粕；1954年，添加了羊毛；1955年，添加了洋葱。但国会的脚步跟不上期货交易的扩张速度。许多在交易所交易的商品期货合约仍然没有监管，包括贵金属、各种货币，以及所谓的世界商品，如咖啡、食糖和可可。在20世纪50年代，商品价格的操纵仍然是期货市场关注的问题。嘉吉粮食公司（the Cargill Grain Company）被指控在1951年操纵燕麦期货，因此被禁止再次从事期货交易。但这并没有对他构成太大的威慑，因为几年后嘉吉粮食公司再度控制了芝加哥期货交易所的小麦价格。兰登·巴特勒（Landon Butler）被发现在1954年6月和7月操纵芝加哥的大豆市场。他和他的同伙们控制了芝加哥的大豆出口，并发布虚假信息以哄抬价格。巴特勒被控犯有与大豆业务有关的欺诈罪，人们这才发现他卖的是不属于他自己的大豆。在另一个操纵案中，联邦法院发现米勒公司已经垄断了鸡蛋市场。纽约棉花交易所的棉花期货在1955年被操纵。

许多操纵发生在洋葱价格上。商品交易管理局（CEA）指控文森特·考

---

① "What's News," *Wall Street Journal*, January 3, 1955, p. 1.

苏噶（Vincent Kosuga）和其他人在 1955 年和 1956 年操纵洋葱价格。商品交易管理局声称洋葱价格被操纵的忽上忽下。一位作者写道“似乎每天都有人试图把洋葱市场搞砸，或是把价格推高或推低。”[①] 在某种意义上，洋葱在芝加哥的售价低于他们运输包装的价格。但还有那么多的洋葱运往芝加哥的目的是降低价格，并导致其他地区的短缺。商品交易管理局告诉国会，洋葱的特殊性质在于它是非常容易腐烂的，所以更容易受到大的价格波动的影响。这并没有说服国会，未来形势不容乐观。1958 年洋葱期货交易被禁。这一禁令延续到今天，洋葱是美国唯一无法进行期货交易的商品。鸡蛋价格的持续操纵问题是商品交易管理局面临的另一个挑战。有交易员被指控在 1958 年和 1959 年操纵芝加哥商品交易所的鸡蛋价格。在接下来的几年里，还有鸡蛋操纵的案件发生。

财富增加

20 世纪 50 年代美国经济增长迅速。1957 年，国民生产总值（GNP）约为 4 525 亿美元，比上一个十年增长了约 4%。到 1960 年，GNP 为 4 877 亿美元，整个 20 世纪 50 年代增长了 37%。个人财富也正在增加。在 1960 年，中等家庭收入为 5 620 美元，超过 60% 的家庭拥有自有住房。私人债务从 1 048 亿美元增加到 2 633 亿美元。富人越来越富。1957 年，在美国有超过 150 人拥有财富超过 5 000 万美元。保罗・盖蒂可能是世界上最富有的人，他曾经是鲁洛夫・库顿的经纪人，也是亚瑟・库顿的侄子。克林特・默奇森（Clint Murchison）是另一个大富翁。据估计他拥有的财富约 3 亿美元。另一个超级富翁是亨特（H. L. Hunt），这个古怪的赌徒兼石油大王与盖蒂在争夺世界首富头衔。一位富有的金融家——埃夫里尔・哈里曼则对政治情有独钟。在一次大亨们的角逐中，他惜败竞选对手奥尔德里奇・洛克菲勒，与纽约州长的位置失之交臂。

金融业正在发展。经济学家弗兰科・莫迪利安尼（Franco Modigliani）和

① Bob Tamarkin, *The New Gatsbys: Fortunes and Misfortunes of Commodity Traders*, p. 29.

莫顿·米勒（Merton Miller）证明，无论融资结构全部使用债务，全部使用权益，还是债务和股本的何种组合，公司价值都不会受到影响。他们认为，基础业务的价值将决定其价格。1957 年的经济衰退持续到 1958 年，失业率在一年间翻了一番，达到 7.5%。农业价格的上涨有助于国家恢复繁荣。股票市场开始复苏，在 1958 年交易增长超过 43%，股票利润由于美联储干预提高到 90%。同一年，对投机的担忧也在增加。即使如此，在 1958 年有近 7.5 亿股在纽约证券交易所上市。1959 年 5 月，道琼斯工业平均指数上涨超过 643，创出新高。电子技术股票大涨，股市价格继续创历史新高。回望 20 世纪 50 年代，可以被称为繁华十年。但一个新的幽灵出现在商业世界。艾森豪威尔总统在其告别演说中警告说，“军事工业综合体”，一个“庞大的军队以及大型军工企业的连接”是“美国从未经历过的新事物”。艾森豪威尔说：“在政府的委员会，我们必须防范军事工业综合体获得无论是寻求的还是未寻求的不必要的影响”，绝不允许“危害我们的自由或民主进程”。

第 2 节　银行、黄金和贸易

黄金问题

1959 年，在莫斯科，美国副总统理查德·尼克松在和苏联总理尼古塔·赫鲁晓夫的厨房辩论中强调，美国经济正在不断创造消费品。这个事实没有说服苏联并证明资本主义的优越性。为了支持他们的步履蹒跚的计划经济，苏联在 1961 年对“专业投机者”施行死刑。美国经济本身开始出现一些裂痕。理查德·尼克松将自己 1960 年总统选举的失败归咎于当时的经济衰退。经济放缓被认为部分原因是由于时任美联储主席的威廉·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin）所主张的货币政策。尼克松认为，马丁的货币政策使得 1959 年的货币增长过快。另一个经济问题是，在美国黄金储备遭受攻击之后，美元可能在国际市场贬值。“从 1958 年初开始，黄金开始以惊人的

速度离开美国，以便弥补国际收支逆差。"[①]

艾森豪威尔总统设法通过减少政府在国外的支出，召回美国军人及其家属等措施来限制美国黄金库存的流失。这些行动成效甚微。1960年10月，当投机者使伦敦金价上涨到40美元时，情况变的危机四伏。这种上涨给美元带来巨大的压力，根据《布雷顿森林协议》，每盎司黄金与35美元挂钩。这意味着一盎司黄金可以从美国财政部购买35美元，并在伦敦的世界市场上转售40美元。经济不确定性激发了国外的黄金投机，并为几年后上映的詹姆斯·邦德电影《金手指》提供了电影素材。电影中涉及的一个情节就是摧毁诺克斯堡的美国黄金储备，以便增加该金属在世界市场上的价值。

约翰·肯尼迪在1960年的竞选活动期间曾承诺，即使金价上涨，他也不会让美元贬值。这注定是一个艰难的承诺，因为肯尼迪希望经济增长5%，而这将导致巨大的赤字和通货膨胀。黄金的"官方"利率与市场价格之间的差距继续导致美国的黄金库存流失，并对美元持续产生压力。外国银行是将美元兑换成黄金的银行之一，目的是利用这一机会对冲美元贬值。为维持其每盎司黄金35美元的价格，美国和英国继续大量销售黄金。8个欧洲国家在1960年形成了一个"黄金总库"，这些国家协议不将美元兑换成黄金。相反，他们出售黄金，以拉低金价。黄金总库还一起行动，打击投机者对黄金（和美元）的攻击，并尽可能少铸金币。

在离任前，艾森豪威尔总统发布禁令，禁止美国公民在国外持有黄金。肯尼迪总统则禁止美国公民持有金币。在1961年，财政部设法通过与外国中央银行的互换安排来遏制黄金的流出，以减少出口黄金的需要。1962年财政部发行了价值约9亿美元的掉期债券。这一数字在未来20年将增加到300多亿美元。尽管做出了这些努力，但是在德国和荷兰于1961年3月货币升值之后，美元却被大量投机资金流入欧洲。投机者使用了超过10亿美元用于其他欧洲货币的交易，希望能够货币升值。1961年1~9月，黄金库存下降了3.15亿美元。由于美联储加强了捍卫美元的努力，1961年底和1962年初黄金外流

---

① Arthur M. Schlesinger Jr., *A Thousand Days: John F. Kennedy in the White House*, p. 652.

开始放缓。黄金股票被稳定在为 168 亿美元规模。据估计，美联储为这些货币业务投入了大约 10 亿美元。为了减缓通货膨胀和缓解美元压力，肯尼迪当局在 1962 年宣布了工资价格指导方针。价格上涨产生了危机。美国钢铁公司董事长罗杰·布劳（Roger Blough）宣布，1962 年 4 月钢铁价格每吨上涨 6 美元。肯尼迪总统试图保持通货膨胀水平以保护美元，于是迫使钢铁行业取消这些增长。总统指责钢铁行业提高价格的行动是由“少数钢铁管理人员追求私人力量和利润，这超过他们的公共责任感”决定的。对钢铁企业的压力，包括一些“盖世太保”式的策略，是由总统的弟弟，罗伯特·肯尼迪（Robert Kennedy）实施的。为应对这次总统攻势，钢铁价格回落了。

钢铁问题的解决仅仅提供了暂时喘息。黄金流失在 1962 年底更加严重。肯尼迪总统对美元遭遇的持续打击感到震惊，他告诉他的顾问“最令他恐惧的两件事情是核战争和支付赤字”。[①] 肯尼迪政府寻求颁布“利息均衡”税，以减少购买从美国吸引黄金股票的外国证券。这项税收试图通过增加投资成本和使外国借贷在美国变得更昂贵来阻止对外国证券的投资。利息均衡税至少在某种意义上是有效的。它“使美国在国外市场上的投资活动实际上陷入停顿”。[②] 此外，外国证券也出现了“大规模地，越来越多地逃离这 15% 的税收”。[③] 尽管产生了这种灾难性后果，但“利息均衡税法”一直沿用至 1976 年 10 月。

欧洲美元

国际金融的动荡和对美国银行业的限制导致了“欧洲美元”的发展，欧洲美元，亦即美国美元在美国之外的定期存款，其到期期限可能从隔夜到超过一年。欧洲美元的创造有几个来源。实际上，可能早在 1914 年，国家城市银行在阿根廷布宜诺斯艾利斯开设办事处并开始接受美元存款时，欧洲美元

① Arthur M. Schlesinger Jr. , *A Thousand Days: John F. Kennedy in the White House*, p. 652.

② Charles J. Rolo and George J. Nelson, eds. , *The Anatomy of Wall Street*, p. 130; see also "Foreign Securities Sales Remain Slack Despite Settlement of Tax Questions," *Wall Street Journal*, October 1, 1964, p. 1.

③ "What's News," *Wall Street Journal*, July 3, 1967, p. 1.

的概念就开始产生了。欧洲美元市场受到中国人的帮助，从1949年中华人民共和国成立后，中国人开始担心，如果把美元留在美国境内，会受制于美国。为了应对这一威胁，中国人将他们的美元存放在巴黎的苏联银行。其电报地址是“欧洲银行”，这也许是“欧洲美元”概念的起源。欧洲美元市场巨大增长的真正基础是在20世纪50年代，当时由于包括欧洲利率一般高于美国利率等种种原因，美元的结余在欧洲形成。因为没有利率上限，欧洲美元存款额外受欢迎。促成创造欧洲美元的另一个因素是古巴导弹危机。因为担心其账户可能被美国人冻结，苏联国家银行将其美元外汇储备转移到伦敦。1959年欧洲美元的数量翻了三倍，1960年又翻了一番。之后的美国政府实施了利息均衡税，摧毁了纽约的外国债券市场，增加了欧洲美元市场的知名度。新的货币工具被开发以便利用这些欧洲美元存款。其中一个工具就是欧洲美元债券。该工具的第一次发行是由一家欧洲公司沃伯格公司（the Warburg firm）为意大利高速公路实施的。在肯尼迪总统告诉他们可以用外国债券为外国投资融资后，美国公司也开始利用欧洲美元市场。

在其他地区发生了一些重要的国际性事件。1962年的《贸易扩展法》授权总统对关税的降低限度多达50%，在某些情况下甚至能完全取消关税。《关税和贸易总协定》（GATT）肯尼迪回合的谈判结果是，以后对进口到美国的6 000多件物品的关税将减少，削减数额平均为35%。十国集团成立于1962年。这是一组工业化国家——美国、英国、西德、法国、意大利、日本、荷兰、加拿大、比利时和瑞典——试图在全球基础上处理经济事务，特别是伴随着20世纪60年代开始出现的货币事务危机。正如肯尼迪总统1963年6月所说，大国“必须控制我们的货币问题，否则这些问题就会控制我们”。尽管总统言辞激烈，但货币问题仍在继续。法国，西班牙和奥地利在1963年第二季度从美国购买了大量黄金。国库黄金股票应声而落至157.7亿美元。当时的联邦政府花费了120亿美元来力挺美元不贬值。白银是另一个问题。在1962年8月，白银交易价格是1.09美元每盎司，成为1920年8月以来的最高价格。《白银购买法案》却将银价定在不切实际的每盎司90.5美分。肯尼迪总统决定废除这一规定。

美国证券交易所的问题

股市是另一个面临困难的金融领域。20 世纪 60 年代，美国证券交易所的丑闻开始了。美国证券交易所的两位做市商，被称为“杰瑞”的杰拉德瑞和他的儿子正在操纵一些股票的股价。雷斯（Res）是美国证券交易所的做市商，为 18 家公司的股票做市，并在 1954 年至 1960 年在美国证券交易所销售了超过 100 万股。大部分交易活动涉及操纵价格，使公众的损失超过了 1 000 万美元。雷斯在美国证券交易所场内执行自由裁量令，以提高他们分销的股票价格。雷斯使用这些自由裁量令“绘制报价”（即从事非法虚构交易）。他们还贿赂经纪人兜售股票，并利用内幕信息牟利。

雷斯钻了 SEC 的注册豁免要求的空子，从公司内部人士购买限制性股票。然后，雷斯通过其专业职位非法的公开分销股票。这些分销包括斯万—芬奇石油公司、跨越大陆工业公司和联合太平洋铝业公司的股票。雷斯通过虚拟账户购买了限制性股票。这些虚拟账户包括一个完全虚构的人物米兰达（José Miranda）和一个纯种马驯马师查理·格兰德（Charlie Grand）。格兰德购买了价值超过 280 万美元的股票，尽管他的年收入从未超过 7 000 美元。雷斯通过这些账户购买的股票分散式地大幅升值。在一个例子中，雷斯为证券海盗洛厄尔·麦卡菲·比勒尔（Lowell McAfee Birrell）分销了近 60 万份未注册的、非法的斯万—芬奇股票。这些股票的价值超过 300 万美元。斯万—芬奇在雷斯将股票卖给公众三年后破产。

雷斯在纽约城里以有钱而闻名。在他亲密的朋友中有是棒球明星里奥·杜罗切（Leo Durocher）和纽约著名餐馆老板图茨·绍尔（Toots Shor）。绍尔将成为牺牲者之一。雷斯买通了报纸贩子，散布虚假谣言，还为了操纵股票价格从事其他非法活动。雷斯甚至让美国证券交易所的总裁爱德华·麦考米克买了在他们操纵之下的股票。麦考米克以每股 36 美分的价格购买了 2 000 股美国乐迪克股票。在短短的时间内以 1 美元卖掉该股票。麦克米克——前 SEC 总裁，在与雷斯的交易被揭露之后被解职了。麦考米克曾经向另一名证券海盗亚历山大·古特马（Alexander Guterma）申请贷款，用于支付去古巴公

费旅游时的 5 000 美元赌债。雷斯集团被美国证券交易所[1]除名，其注册被 SEC 撤销，他们被刑事起诉，锒铛入狱。

美国证券交易所还有其他问题。另一家专业公司，吉列根—威尔公司（Gilligan，Will & Co.），未经注册在场内擅自进行股票分配，操纵价格。两个 SEC 成员被 SEC 实施制裁，因为他们与克罗韦尔—克里尔公司交易，后者出版了《克里尔》（*Collier's*）杂志。1962 年，在对雷斯和吉列根—威尔公司采取行动后，美国证券交易所进行了重大改组。在另一起丑闻中，由于其合伙人窃取了约 70 万美元的客户证券，波士顿的杜邦—霍姆西公司（Du Pont，Homsey & Co.）被关闭。

1960 年，纽约证券交易所的交易量比上年的交易量下降了 8% 以上。霍恩布洛尔—威克斯公司，一家大型经纪公司将员工奖金削减过半。1961 年第一季度，共同基金的销售和赎回速度加快，在此期间共卖出共 7.2 亿美元的共同基金股票。市场在当年晚些时候回暖。道琼斯工业平均指数从约 600 上升到 735。1960 年 12 月底，纽约证券交易所每日交易量为 530 万股。1961 年，10 亿股股票在纽约证券交易所交易，他们的价值平均增长了 20% 以上。同一年，大约有 7 500 个场外交易（OTC）发行正在交易中。场外交易所的交易量是场内交易所交易量的 60%。场外交易的证券价值从 1935 年的约 20 亿美元增加到 1961 年的近 400 亿美元。1962 年，美国证券交易所的交易量约为 1.1 亿股，这仅占在纽约的证券交易所交易的股票的一小部分。不过，三年后，纽约证券交易所占到了所有交易所总成交量的 80% 以上。美国证券交易所当时处理了大约 8% 的交易所交易证券。

证券交易

1962 年 4 月底，股票价格大幅下挫。1962 年 5 月 28 日，道琼斯工业平均指数下跌近 35 点。这是“除了 1929 年 10 月 28 日下跌 38.33 点之外，史上出

---

① Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, p. 286.

现的单日最大跌幅。”[①] 纽约证券交易所的股票价值在市场上如自由落体一般失去了 190 亿美元。纽约证券交易所受理了大量的订单，以至于自动收报机纸带延迟 148 分钟。场面近乎混乱。股价在在 1962 年 5 月 29 日和 1962 年 6 月底持续下跌。在 1962 年 5 月的一天，约 1475 万股在纽约证券交易所交易，是自 1929 年 10 月 29 日以来的最大交易量。1962 年 10 月的古巴导弹危机后，道琼斯工业平均指数再次下跌。这些市场下挫导致了 1962 年的新一轮发行低迷。大约 400 只股票、价值超过 11 亿美元的注册报表被撤回了他们在 SEC 的审查申请。总而言之，1962 年的股市崩溃使道琼斯工业平均指数下降了 25% 以上。

1950 年至 1962 年，经纪自营商的数量增加了约 50%，人员增加了一倍，分支机构和注册代表处的数量增加了 3 倍。SEC 在 1960 年发现，“代理人”以高利率提供高达 80% 证券价格的贷款。这使得客户的保证金低至 20%，从而避免了根据美联储“T 条款”规定对经纪自营商提出的更高要求。美联储禁止这种信贷。当约翰·格伦在 1962 年从地球轨道上回来以后，华尔街给予了他一次自动收录机纸条游行，洗礼他的是两倍于 20 世纪 20 年代为查尔斯·林德伯格存放的票据。到那时，《华尔街日报》的发行量已经从 1940 年的 32 000 份增长到近 80 万份。国家证券交易所于 1962 年在纽约开始交易。它是由纽约商品交易所创建的，但新交易所交易量太小，并没有持续很长时间。

许多投机者诉诸非法活动，往往在冒着巨大的风险而努力获得财富时失败。然而，一个名叫约瑟夫·希尔霍恩的投机者在市场上取得了成功。他 17 岁便开始在纽约市场上进行交易，并且将 225 美元增值到168 000美元。然而，在第一次世界大战结束时，他失去了大部分财富。后来希尔霍恩重整旗鼓，在 1929 年的大崩溃时期大赚 400 万美元。他的投机规模越来越大。到 1960 年，希尔霍恩身价 1.4 亿美元，并且在华盛顿特区捐建了希尔霍恩博物馆。

---

① Donald T. Regan, *A View from the Street*, pp. 22 - 23.

色拉油骗局

比利·索尔·埃斯蒂斯（Billie Sol Estes）的丑闻于 1962 年爆发。他在向西得克萨斯州农民销售无水氨肥料的业务中，利用农民的信用为他自己的经营融资。埃斯蒂斯为农民的担保书付费，而保证书用于他自己买肥料。埃斯蒂斯被控欺诈罪以及与这些交易有关的所得税欺诈等其他违法犯罪。

1963 年，一个更大的丑闻在震惊了市场。这就是由名叫安东尼·德安格利斯的"沙拉油王"组织的"色拉油"骗局。德安格利斯在联邦学校午餐计划中的肉类销售中有着令人厌恶的背景，于是他转而经营食用植物油，并控制了该产品的大量供应。他的大部分植物油都是在新泽西州巴约纳的一个田间仓库里储存的，仓库由美国运通公司的一家子公司美国运通田间仓储公司经营。这些仓库允许公司将其存货存放在受控地点，然后允许商品被用于安全的信贷，也就是说，用一个独立受控的仓库商品或存货作为借款人的抵押品，将会使债权人感到更安全。然而，这种安排所提供的担保是有限的。虽然储存的商品大概是由田间仓储公司的雇员把守的，但这种商品往往被留置在借款人的房产中。美国运通田间仓库公司在其仓储作业中有超过 138 辆坦克进行护卫。

到 1963 年 4 月，德安格利斯在巴约纳的田间仓库所藏的色拉油超过了全国大豆油的总量。事实上，根本没有这么多数量的色拉油被德安格利斯存储在巴约纳或其他任何地方。他设计了一个大骗局。为了制造油罐中有油的假象，德安格利斯将水注入油罐，然后在顶部添加油。然后他创建了一个连接其他油罐的管道网络，以便在美国运通公司检查之前可以将油从一个油罐管道输送到另一个油罐。美国运通公司的报告里说，德安格利斯的一部分油罐在检查口下面插入了管子。管子里有油，但是其余的油罐中装满的是水。由于美国运通公司无法确认这一信息，德安格利斯得以进一步增加他那传说中的库存。

除了色拉油，德安格利斯还通过他的联合原油植物精炼公司在纽约产品交易所持有超过 90% 的棉籽油期货以及大豆油的大量头寸。对于德安格

利斯不幸的消息来了，大豆价格开始下跌。大豆价格每下跌 1 美分，德安格利斯就会亏损 1 300 万美元。德安格利斯的计划终于在 1963 年 11 月失败，是因为他未能满足期货交易所要求的 1 900 万美元保证金。连锁式反应开始了，德安格利斯宣布破产。美国运通公司几乎被毁掉，对其仓储子公司的索赔超过 2 亿美元。美国运通公司最终支付了 6 000 万美元来解决德安格利斯事件。

纽约产品交易所在色拉油骗局事件后关闭了。艾拉豪普特公司（Ira Haupt & Co.）和威利斯顿 & 比恩公司（J. R. Williston & Beane）被纽约证券交易所暂停交易。纽约证券交易所花了大约 1 000 万美元来挽救艾拉豪普特的客户，但其公司本身不能被豁免。客户的钱是通过对纽约证券交易所成员的评估获得的。纽约证券交易所为未来紧急情况设立了一个金额为 1 000 万美元的特别信托基金，外加 1 500 万美元的信贷额度。该基金将在十年结束时将发生的另一场危机中发挥重大作用。威利斯顿—比恩公司在色拉油事件后被另一家公司接管。其中的一个合伙人——阿尔菲斯·比恩，在离开美林后加入了该公司。另一家商品公司——科曼佐公司，由于德安格利斯的欺诈而倒闭，留下来的是超过 700 万美元的债务。德安格利斯被送进监狱，但出狱后他又回到了犯罪生活中，甚至在 76 岁时因诈骗被捕。

肯尼迪总统在色拉油危机中期被暗杀。他的死使市场进一步低迷，并使国家陷入惊慌状态。道琼斯工业平均指数在暗杀消息公布后的不到 30 分钟内下跌了 20 点，导致了约 130 亿美元的证券价值下降。纽约证券交易所随后关闭，限制股价的进一步下降。这是纽约证券交易所历史上第一次在交易日紧急关闭。纽约证券交易所再次关闭是在肯尼迪葬礼时，但股市很快上涨，开始了其中一次最长上涨。

证券市场专题研究

1962 年，威廉·凯里被任命为 SEC 主席。他重振了该机构。然后，SEC 对证券市场进行了一次大规模的“专题研究”，这是由国会决议授权进行的，并被提供 75 万美元的研究资金。为了进行这项研究，SEC 召集了由芝加哥律

师密尔顿·科恩（Milton H. Cohen）领导的大约65名律师和专家组工作人员。《特别研究报告》于1963年发表。其中，《特别研究报告》审查了美国证券交易所的运作，结果是需要被重组。SEC还指示全国证券交易商协会（NASD）对其运营进行审查并实施改革。全国证券交易商协会按指示行动，并通过了一部新的章程，任命了一个全职的总裁。它的第一任总裁是罗伯特·哈克，后来他成为纽约证券交易所主席。

《特别研究报告》发现了行业中的一些滥用行为，包括经纪人兜售股票。《特别研究报告》对纽约证券交易所交易员表示批评，这些交易者居然能够以自己的账户进行交易，并且与其他投资者相比，更具有天时地利的优势。佣金的降低允许场内交易员做大量交易。《特别研究报告》的结论是，场内交易员正在加剧市场价格波动的趋势。尽管交易所辩称场内交易者增加了市场流动性，但SEC还是开始采取行动以消除场内交易。SEC通过了一项规则，要求交易所将最低交易活动限制为按交易所制定并经SEC批准的计划进行的交易。该计划必须消除对市场有害的场内交易活动。这实质上限制了场内交易。

根据《特别研究报告》的一些建议通过了立法。1964年，国会修订了《1934年证券交易法》，授予SEC对场外交易更广泛的权力。此外，对上市公司施加了更广泛的财务报告要求。后来在1965年，SEC通过了一项关于做市商活动的规则，并要求他们依法注册。SEC要求做市商提供自己的资本，维护公平有序的市场，维持价格连续性，以赋予市场“深度”。

内幕交易和其他关注

在柯蒂斯—赖特公司（Curtiss - Wright Corporation）1959年11月宣布开发一项新的内燃机引擎后，SEC提出了第一个重大内幕交易案。新开发计划使该公司的股票暴涨。然而，第二天，该公司的股价每股下跌了20美分。SEC调查了公司股票的交易情况，发现一家经纪公司——凯蒂—罗伯茨公司（Cady Roberts & Company）早在发布引擎计划前就已经为客户，投资了股票，然后在公开披露之前出售这些股票。SEC调查发现，凯蒂的合伙人罗伯茨是

柯蒂斯—赖特公司的董事会成员。此人向经纪商凯蒂—罗伯茨通风报信，使之买入客户订单。SEC 针对凯蒂—罗伯茨公司采取了行动，认为该公司违反了 SEC 的广泛反欺诈条款的“10b－5 规则”，通过使用这些内幕信息为客户账户进行交易。

道琼斯工业平均指数在 1964 年 1 月底为 785.34 点。1964 年 2 月底经历了 800 点，但在 1965 年 5 月 14 日和 6 月 28 日之间从 939 点降至 840 点。1966 年升到 1 000 点。即使如此，第二次世界大战后第二次最糟糕的市场下挫还是在 1966 年发生了。在 20 世纪 60 年代，有一只业绩非常好的股票兴泰克（Syntex）。该股票每股的交易价为 2 美元，但涨至超过 100 美元，并被以一对六进行股票拆分。当股票市场波动，它从 1964 年的每股 95 美元下跌到每股 25 美元，但在 1965 年涨到接近每股 110 美元。在 1966 年，兴泰克股票的价格最高涨到每股 125 美元，最低跌至 57 美元。在 1970 年，兴泰克股票价格下降到 18 美元，又回升到 1972 年的 119 美元。然后开始下降到 65 美元。

政府财政

肯尼迪总统的遇刺使美国面临的国际金融困难的接棒人变成林登·约翰逊总统。他的政府将使国家面临的许多问题复杂化。约翰逊伟大的社会计划和越南战争最终将导致经济的严重破坏，刺激通货膨胀，并威胁美国社会面临崩溃。与此同时，1964 年 10 月，美国从国际货币基金组织撤资 1 亿美元，以援助加拿大和其他国家，并阻止他们从美国股票中兑换黄金。美国在与德国和日本的经贸发展中遭遇国际收支赤字。英镑危机发生在 1964 年和 1965 年。在 1965 年的危机期间，美国政府提供了大约 30 亿美元的信贷来支持英镑。1966 年 7 月，美国的黄金库存下降了 1 亿多美元。这主要是由于法国购买黄金造成的。法国总统戴高乐正在领导对美元的攻击，主张恢复不与美元挂钩的金本位。1967 年，戴高乐把法国带出黄金总库。1966 年底，美国的黄金库存达到 1937 年以来的最低水平。白银成为另一个问题。到 1965 年，白银库存量从 1958 年的 20 亿盎司减少到 8 亿盎司。这种流失的部分原因是面值

半美元的肯尼迪银币被保存为纪念品。1965 年的《铸币法案》将半美元银币中的白银含量从 90% 减少到 40%，将 25 美分硬币和 10 美分硬币中的白银含量从 90% 减少到零。银币的造币已经停止了五年。美国铸币局在 1965 年开始生产"覆膜"硬币，作为在使用更便宜的金属铸币时保持硬币银色外观的一种方式。财政部在 1967 年禁止银币的熔化和出口。

银行整合与监管

美国的银行体系传统上是一个分散的组成，依赖于个体的"社区银行"，而不是大型的，大量资本化的银行及其众多分支机构。然而，在第二次世界大战后有一个明确的集中趋势。数百家银行在 20 世纪 50 年代由于兼并而消失。虽然最高法院叫停了费城国家银行（Philadelphia National Bank）和吉拉德信托玉米交易银行（Girard Trust Corn Exchange Bank）的合并，但其他巨头还是从并购中成长起来。夏洛特商业银行（Commercial Bank of Charlotte）成立于 1874 年，经过几次收购，在 1960 年成为北卡罗来纳州国家银行（North Carolina National Bank）。银行成为当时美国短期商业信用的主要来源。正如最高法院指出的，"接受活期存款的权利使银行成为大多数金融交易的中介（因为大量资金的转移几乎总是通过支票而不是现金）。"[1] 20 世纪 60 年代初的主要银行产品分别是无担保贷款、抵押贷款、担保贷款、汽车分期贷款和消费品分期贷款、学费融资、银行信用卡和循环信贷基金。银行接受活期存款和定期及储蓄存款。银行提供遗产和信托计划、受托人服务、安全保管箱、账户对账服务、处理承兑和信用证的外汇部门服务、代理服务以及投资咨询。在 60 年代初，除了商业银行，提供金融服务的其他机构包括共同储蓄银行、储蓄和贷款协会、信用社、个人金融公司、销售金融公司、保理公司、直接贷款政府机构、邮政局、小企业投资公司和人寿保险公司。

最高法院在 1962 年断言，联邦银行监管可能是所有政府监管结构中最成功的监管制度，"对于这一制度的效力，我们可能部分地归功于美国经济中银

---

[1] *United States v. Philadelphia National Bank*, 374 U. S. 321, 326 (1963).

行倒闭的消失。"[1] 联邦银行审查员频繁对联邦存款保险公司（FDIC）的投保银行进行检查。银行需要向银行监管机构提供关于其财务状况的详细定期报告。银行监管机构对银行行使了广泛的权威，以确保他们安全稳健经营。到1962 年，超过 95% 的银行都由联邦存款保险公司承保。联邦控制没有限制银行可以对贷款收取的最高利率，但使用高利贷法律实施管制。还有一个由美联储贴现率设定的实际最低利率。银行仍然没有支付活期存款利息，他们不能投资普通股，也不能为任意借款人持有超过银行 10% 未受损资本和盈余的投资证券。此外，银行不能支付高于美联储规定利率的定期或储蓄存款的利息。

1940 年至 1965 年，联邦储蓄信贷保险公司（FSLIC）承保的储蓄机构数量增加了一倍多，达到4 500 多家。他们的资产从30 亿美元增加到1 200 多亿美元。这些机构在第二次世界大战后保持了快速增长。互助储蓄银行的资产也有所增长，但速度没有那么快。与英国和德国不同，美国有一个广泛分散的银行结构。在 1960 年，约有 13 460 家独立的本土银行在美国经营。到 1965 年，有大约 1.4 万家商业银行，下辖约 15 000 家分支机构。分支机构只允许在本州内经营，有时甚至范围更小。一些州仍然禁止银行设立分行，但银行仍可在其注册地以外的区域发放贷款和募集存款。对分支机构的限制意味着商业银行业务仍主要是"单元"银行业务，但空气中已弥漫着变化的气息。1960 年纽约通过的《综合银行法案》允许州一级的银行控股公司存在，但要求跨银行地区线的收购须经国家银行委员会批准。为了保护北部地区的银行，该法规载有一项规定，禁止分支机构进入任何已经是银行总部的 100 万以下人口的城市。到 1967 年，20 多个州允许银行分行存在。

交叉监管边界

20 世纪 60 年代标志着金融服务公司在监管范围内寻求扩大和多元化业务的时代开始。这些努力得到竞争对手和货币托拉斯对手的反对。得克萨斯州

---

[1] *United States v. Philadelphia National Bank*, 374 U. S. 330 (1963).

众议员赖特·帕特曼是银行业的克星。他试图阻止银行的成长和对经济的影响。帕特曼的观点来自于得克萨斯州赋予他的对金融家的极度不信任感，又使他成为一个多姿多彩的人。因为利益冲突，帕特曼在1932年试图弹劾财政部长安德鲁·梅隆（Andrew Mellon）。早在1936年，帕特曼就开始与联邦储备委员会为敌。他认为美联储太过独立于国会。帕特曼在1963年成为众议院银行和货币委员会的主席。在那时，他声称有另一种形式的货币托拉斯，“整个网络在最大的成员银行的顶级股东中形成联系”。[①]

帕特曼遏制银行的努力经常被联邦监管机构，特别是詹姆斯·撒克逊所抵消。撒克逊受肯尼迪总统任命，在1961年至1966年担任美国货币监理署署长。撒克逊和他的继任者们对银行法律提出了广泛的看法，希望允许银行拓宽其业务基础。“20世纪60年代，监理署署长办公室执行的标准和管制政策实际上是通过行政法令废除了20世纪30年代的许多限制性立法。”[②] 撒克逊之所以这样做，是为了通过一些行政裁决，广义地解释什么行为构成了根据《国家银行法》进行银行业务所需的可允许的附带权力。

撒克逊的裁决打乱了银行业和其他金融服务业之间的微妙平衡。由他开始的努力，在今天仍在继续，即是消除阻止银行业大举扩张业务的限制。货币监理署的裁决受到竞争对手的质疑，有时甚至是打压，但其仍在继续努力放宽对银行活动的限制。货币监理署的裁决也导致了与美联储和联邦存款保险公司的冲突。除此之外，货币监理署裁定国家银行可以向其他银行和银行客户提供数据处理服务，这些活动是其银行服务附带的。这项决定已诉诸最高法院，后来又缩小了范围。货币监理署在1962年宣布，国家银行将获准充当保险销售的代理人，但该行动被联邦上诉法院推翻。1963年，货币监理署裁定国家银行可以接受一家公司的储蓄账户。美联储随后坚持，这种存款必须被视为“定期存款”；否则，这将是一个活期存款，将禁止支付利息。这一坚持导致两个机构之间公开的争端。在另一项裁决中，监理署推测，向客户提供旅

① Gerald C. Fischer, *American Banking Structure*, p. 86.

② David Leinsdorf and Donald Etra, *Citibank: Ralph Nader' s Study Group Report on First National City Bank*, 1972, p. 280.

行服务是银行业务的附带条件，并且是国家银行允许的活动。这项活动又被最高法院推翻。

20 世纪 60 年代的银行试图通过联营信托部门投资来提高在股票市场的参与度。在这些方案中，拥有少量资源的个人将其资金存入联合投资基金，更像一种共同基金。保险公司正在从事类似的活动。银行信托部门在 1963 年管理着超过 1 400 亿美元的资产，其中包括 820 亿美元的股票。当时的共同基金只持有 220 亿美元的公司股票。在 20 世纪 60 年代，银行参与设备租赁融资计划，其中银行从公司购买设备并将其租回给他们，租赁期限通常为 8 ~ 10 年。纽约州的银行不能拥有设备的所有权，这意味着他们被束缚了从事设备租赁业务的能力。国有银行并没有被这样限制，第一国家城市银行成为设备租赁业的领导者。

因为通货膨胀推高了利率，《Q 条例》的利率上限在 1962 年至 1965 年增加了 4 倍。1961 年，第一国家城市银行创立了可转让定期存单（negotiable CD)，允许国家银行以与其他金融机构以竞争的市场价格获得资金。城市银行的可转让定期存单以面额 100 000 美元发行，不需要小投资者。这些工具的支付利率高于存折存款账户利率 1.75%。可转让定期存单受到大型金融机构的青睐，因为可以安排的到期日满足了他们的需要。由于可转让性，这些货币工具可以在货币市场上交易。这使它们富于流动性。向消费者出售的小额存款证书不具流动性，并且对提前提款有惩罚。

其他商业银行开始使用大额可转让定期存单。到 1964 年，在美国有超过 120 亿美元的流通中的可转让定期存单。这些工具有助于将吸引资金到银行，但这些存款有其危险性。它们是不稳定的，这意味着投资于可转让定期存单的机构可以将其资金从存款证书中撤出，并在遇险时减少银行的储备金。此外，虽然这些工具旨在与国库券和其他货币市场工具竞争，但美联储限制了可支付的利息，即使在可转让定期存单上已经标注了利率。到 1969 年底，最高限额的限制使可转让定期存单的吸引力不如商业票据。后来美联储提高了最高限额。

纽约储蓄银行在 1962 年对两年期储蓄提供了 4.25% 的利率。这一利率高

于20世纪50年代存入的储蓄存款利率，但竞争性投资支付更高的利率。商业银行也有类似的问题。美联储根据《Q条例》对定期和储蓄存款设定的利率上限一般远高于20世纪60年代以前的市场利率。然而，随着通货膨胀的增长，美联储必须提高利率上限。其中一次加息发生在1961年。1964年信贷“紧缩”之后，利率上限必须进一步增加。当贷款需求超过银行可用于贷款的资金时，会发生更多的信贷紧缩。吸引存款者的方法之一是广告每天支付复利的储蓄账户。例如，1964年4月，林肯储蓄与贷款协会宣布每天将支付4.85%的复利利息。

货币市场投资者可以选择联邦基金、商业票据、可转让存单证以及国库券。1965年的商业票据总额超过100亿美元，达到1960年发行量的两倍。商业票据仍然是作为直接票据或经销商票据发行的。财务公司通过商业票据筹集自己的资金，利率是1961年从银行借款的一半。联邦基金活动在20世纪60年代增加。这些资金通常被作为短期投资或作为银行准备金的调整资金。盖尔文—班特尔公司（Garvin，Bantel & Co.）在1962年担任银行之间的中间商。在这种情况下，盖尔文—班特尔公司安排了联储资金在具有过剩储备的银行和需要贷款的银行之间进行转移。货币经纪人也在为银行拉存款。1965年，这些经纪人的作用被美国货币监理署宣布为是一种“不安全和不健全的做法”。

银行融资

传统银行业依然生机勃勃。在20世纪60年代的第一个三年里，商业银行贷款从300亿美元增加到2 000亿美元。在1960年至1965年，银行的最优惠利率恒定在4.5%左右。企业通常需要在商业银行的账户中保持未偿还贷款余额20%的最低存款数。1962年，商业银行在美国政府证券和免税市政证券交易中进行了40%左右的交易。大约有22家在1804年之前成立的银行在1963年仍在经营。大通曼哈顿银行收购了夏皮罗兄弟（Shapiro Brothers）——一家从19世纪后期开始经营的保理公司，这使得前者的资产在1946年至1960年之间几乎翻了一番。在另一笔交易中，大通收购了将银行保

理业务牢牢把握在手的州际保理公司。

外国银行服务正在增长。1960 年美国的银行在 30 多个国家有 124 个分支机构。到 1969 年，美国银行外国分行机构的数量增加到近 600 家，分布在 60 多个国家。这种国际业务并非没有风险。第一国家城市银行在智利的业务仍然亏损，这是推销 20 世纪 20 年代查尔斯·米歇尔（Charles Mitchell）管理下的贷款带来的损失造成的结果。《艾奇法案》（*Edge Act*）允许一些银行规避对跨州银行业务的限制。这些银行是从事国际银行业务及融资活动（也包括在国内从事这类业务）的美国银行的国内子公司《艾奇法案》允许其在国外和州内开设分支机构和子公司，即使是在不允许开设分支的地方。

美国货币监理署允许国有银行在 1962 年以债券形式发行优先债务证券。银行家信托公司在 1963 年公开发行 1 亿美元的 25 年期收益率为 4.5% 票据。这是其资本基础的主要扩展。从 19 世纪 70 年代，大通国家银行的股票在纽约证券交易所挂牌上市，直到 1928 年摘牌。在 1965 年，大通重返市场，发行股票募集资本。银行家信托基金于 1965 年重组，以建立控股公司结构。银行家信托基金每年处理超过 1.2 亿张支票，这一数字每天增加量是 6.5 万张。大约有 85% 的银行信托支票账户正在被计算机处理。

政府证券

政府证券市场正在增长。财政部在 1960 年 7 月出售了 35 亿美元的税收预算票据。1962 年，财政部进行了一项由波士顿公司处理的再融资发售。票面利率 3% 的证券被交换为票面利率 3.25% 的期限更长的证券。1963 年 2 月，财政部对到期的证券发行进行了 94 亿美元的再融资。这笔再融资由纽约汉萨公司（New York Hanseatic Corporation）处理。短期国库券是政府资金的主要来源。在 1964 年，超过 500 亿美元的国库券被抛售。20 世纪 60 年代，国债在纽约证券交易所上市。有关债券和票据的大部分政府证券交易是由约 20 家公司处理的，其中 7 家是银行。1962 年，迪瓦恩公司（C. J. Devine & Co.）是美国政府证券最大的经销商。该公司每天都在交易价值高达 7.5 亿美元的证券。它自己持有的政府证券价值 2 亿美元。银行通过回购协议进行短期资

金转移，通过这些协议，他们同意购买政府证券，然后在未来某日（通常是第二天）卖出证券。1962 年，J. P. 摩根公司的一位银行家出价一半拍卖美国国库券。财政部担心摩根试图垄断市场，遂对美国国债拍卖的出价施加了 35% 的限制。

在第二次世界大战后，联邦政府继续扩大信贷援助计划。在 20 世纪 60 年代，大约有 75 个信贷计划遍布整个联邦政府，其中包括超过 1 000 亿美元的未偿还贷款。农业仍然备受国家金融的关注。1963 年，农业补贴开始从支持维持价格转向支持提高农民收入。农业部在 1964 年实施的棉花补贴计划导致新奥尔良棉花交易所关闭，因为这一计划使价格过于稳定。纽约棉花交易所也受到这一计划的严重伤害。

商品市场

1961 年，芝加哥商品交易所开始交易猪肚合同。这是一个受欢迎的合同，1967 年，交易量超过了 100 万个。这是交易所达到百万级交易量水平的第一份合同。更多的新的合同交易应运而生，包括牛、生猪和木材。1963 年，商品交易管理局对那些为已故客户输入订单的经纪人提起诉讼。20 世纪 60 年代纽约咖啡和食糖交易所的食糖期货合约中的投机导致价格大幅上涨，随后价格大幅下跌。1961 年 9 月，黑麦期货合约成为投机主题。1962 年 5 月在纽约棉花交易所发生羊毛合约操纵。1964 年 5 月，小麦期货合约价格波动剧烈；同期，马铃薯期货价格跳涨。事情发展到这一步，很明显，商品交易管理局没有能力遏制操纵，因为虽然 1936 年《商品交易所法》禁止操纵，但在立法中没有界定这一用语。

第 3 节　证券市场

1950 年至 1962 年，美国的经纪自营商的数量增加了约 50%。分支机构数量增加了 3 倍。该行业的客户经理总数从 1950 年的大约 29 000 名增加到 1961 年的超过 90 000 名。然而，在 1962 年之后，经纪公司的数量下降了。全国证

券交易商协会在1960年的一项调查显示，该行业的推销员有不同的行业背景。其中约20%的人出售保险或商品，如汽车；14%是会计师、教师、工程师或律师；约33%的人有经理人或自雇人士的商业管理经验；10%是学生或军人；19%从事其他的职业，如秘书、家庭主妇、机械师、消防员或棒球运动员。约4%曾经担任过信用或金融分析师、会计师或出纳员。与保险销售代理一样，证券业面临的一个问题是经纪公司和共同基金的销售人员的大量流失。43%的共同基金公司在一年内替换性雇用了超过50%的销售人员。

美林

美国SEC有关证券业的特别研究发现，规模较小的经纪自营商犯有与其规模不相称的证券欺诈违规行为。就纯粹的规模而言，美林—皮尔斯—芬纳—史密斯公司一直是最大的经纪自营商，在1961年有超过500 000个客户，收入超过1.8亿美元。这个收入比美国第二大经纪公司贝奇公司的收入高了350%。美林公司雇用了超过2 000名销售人员，而贝奇公司有1 400名雇员。由于其规模，美林公司在华尔街被称作“我们代表人民”和“大多数群体”。美林公司是有利可图的。其盈亏平衡点依赖于每天约170万股的日交易量，当时的日平均交易量超过400万股，但情况并不乐观。1961年，由于书记错误，就让美林公司损失了近200万美元。

美林公司开始了一项持续到20世纪80年代的扩张计划。在1964年，它收购了政府证券交易商迪瓦恩公司（C. J. Devine），将其演变成美林政府证券公司。另一项收购是对房地产公司哈伯德—韦斯特维尔特—默特里（Hubbard, Westervelt & Mottelay），使之成为美林哈伯德，日后发展成为一家房屋抵押证券的大交易商。还有一项收购是对共同基金投资顾问莱昂内尔·伊迪（Lionel D. Edie），该实体后来被出售，但它构成了美林公司自己的咨询计划的基础，该计划是通过美林资产管理公司执行的。

雷曼兄弟公司是20世纪60年代开始在华尔街的投资银行业务中最有利可图的公司之一。除了威廉街基金（One William Street Fund），他还管理一家拥有约3.5亿美元资产的封闭式投资公司——雷曼公司（Lehman Corp.）。该

实体是在 1929 年股市崩盘时形成的，但在股市开始复苏之前，一直拒绝投资股票。20 世纪 60 年代的大多数承销业务都是协议承销。在 1960 年，只有约 400 名投资银行家主营承销业务，这些公司中约有 20% 位于纽约市。美林属于这个行列，并参与了其中约 25% 的次级发行。美林自家的大型零售销售组织赋予了美林在这些承销业务上的优势。

一项大型承销涉及一个联邦公司——通信卫星公司（Comsat），这是国会在 1963 年创建的。通信卫星公司公开发行 500 万股。该承销由 400 家公司进行。经纪公司正寻求扩张海外业务。拥有外国办事处的公司包括法内斯托克公司（Fahnestock & Co.）、亨茨公司（H. Hentz & Co.）和贝奇公司（Bache）。美林在香港、伦敦和瑞士开设了办事处。当菲德尔·卡斯特罗接管政权时，美林被迫离开古巴。美林也曾试图在日本开展业务，但需要多年的努力来克服日本政府对外国业务的限制。尽管日本经纪公司历经艰辛，后来发展成为美国公司的国际竞争对手。1965 年，日本政府不得不出手救助山一证券公司（Yamaichi Securities Co.）。日本中央银行同意向该公司提供无限制的贷款。日本的两年期股票价格大幅下跌，使山一公司和其他企业陷入困境。在世界的另一端，最初在 1749 年发行债券的英国在 20 世纪 60 年代仍然信誉卓著。然而，伦敦市场已不再是金融中心，这一头衔如今已当之无愧地属于纽约。

承销

1952 年至 1965 年，美国的股东数量增加了两倍以上。在 1900 年，还没有哪家公司拥有超过 60 000 名股东。到 20 世纪 60 年代，已有几家公司拥有 100 万或更多的股东。伴随着十年的进步，金融产品的规模也在增长。例如，IBM 在 1966 年进行了价值超过 3.77 亿美元的 100 万股股票发行。1962 年颁布《自雇者个人退休法》后，股权得到了提高。它允许自营职业者和小企业的所有者为其企业制订个人退休计划，这些计划可通过课税减免提供资金。后来，通过了简化的员工养老金计划，从而提高了小企业建立退休计划的能力。1964 年，SEC 从《1933 年证券法》的注册和招股说明书中豁免了纳税资格的

团体养老金计划，包括那些提供可变年金的公司。这使得销售这些产品更容易。

1959 年至 1961 年，场外交易市场盛行“热点”发行的承销业务。这些首次公开募股（IPO）令人担忧，当时他们的价格飙升，然后迅速消退。内部人员经常从这些产品和价格操纵中获利。科技股试图通过将“-onics”或“-tron”等好像跟“电子”（electronics）这个词沾边的字样加在其名称的末尾来吸引市场关注。这些公司包括 Transitron、Dutron、Vulcatron、Astron、Circuitronics、Supronics 和 Videotronics 等。[1] 场外交易往往是通过所谓的无风险本金交易进行的。这些交易涉及经纪自营商为自己的账户购买证券，以便填补已经在手的客户订单。客户被收取了此服务的加价。

麦当劳的汉堡包连锁店于 1965 年上市。它以 22.50 美元的价格卖出了 30 万股。雷·克洛克（Ray Kroc）作为特许经营之父，从这次 IPO 中赚了 300 万美元。肯德基炸鸡和麦当劳的销售掀起了一个特许经营的狂潮。数以千计的加油站和汽车经销商通过获得特许经营权而运营。快餐特许经营系统和电影院之类的事物是真正的商标特许经营权，即产品以统一的商标使用统一的烹饪程序或提供其他服务出售。也有一些特许经营业务被证明是不成功的。由约翰·胡克创办并拥有超过 500 家专营店的米妮珍珠炸鸡连锁店，在 SEC 调查后于 20 世纪 70 年代倒闭了。另一个经营不太好的专营权是丹尼尔·布恩炸鸡。它聘请了一个系列的明星，包括前肯塔基州州长兼棒球执行长的“快乐”钱德勒和艺术家小萨米·戴维斯在其董事会任职以促进其炸鸡销售。它出售了超过 200 家专营店，最后还是倒闭了。

证券交易所

20 世纪 60 年代，16 个证券交易所在美国运营。交易所分别位于盐湖城、斯波坎、华盛顿、波士顿、芝加哥（中西部证券交易所）、辛辛那提、底特律和匹兹堡以及太平洋沿岸。1969 年，匹兹堡证券交易所合并到费城—巴尔的

---

① “Market on a High Wire—Done That? Flashbacks to ’60s Echo ‘New Paradigm’ Talk,” *Wall Street Journal*, January 18, 2000, p. C1.

摩—华盛顿证券交易所，后来成为费城证券交易所。中西部证券交易所是美元交易量最大的区域交易所。波士顿证券交易所发生了问题，并于1965年进行了重组。SEC采取行动暂停旧金山矿业交易所的注册，那里的官员普遍违反了联邦证券法规。1969年，旧金山矿业交易所的上市股票价格平均为10美分。由于它们规模小，三个当地的交易所认为不需要向美国SEC注册。他们分别位于科罗拉多斯普林斯、檀香山和里士满。里士满证券交易所的交易金额不到100万美元。

最高法院在1963年裁定纽约证券交易所必须在与其提供交易信息的成员和个人打交道时采取公平的行动。法院认为，纽约证券交易所不能免除反托拉斯相关法律，除非其活动在《证券交易法》涵盖范围内，但仅限于使《证券交易法》发挥效力所必需的最低限度。到1964年9月，超过350家做市商在纽约证券交易所场内工作。在1933年，有466家做市商竞争做市。到1963年，这一数字已经下降至37个。到1967年，纽约证券交易所没有竞争做市商。两美元经纪人仍在处理订单。两家公司——卡莱尔—杰奎琳（Carlisle & Jacquelin）和德科佩—多利莫斯（DeCoppet & Doremus），几乎处理了所有的零手交易。债券经纪人在场内一个单独的区域做他们的业务，但这些证券几乎没有交易活动。20世纪60年代，美国政府证券在纽约证券交易所的交易几近于无，在1919年总计仅29亿美元。大多数政府债券交易已经转移给场外交易市场的17个交易商——5家银行和12家证券公司。

“1963年道琼斯指数的平均数是由坐在自动收报机上的一位年长的绅士手工计算的。”[①] 气动管仍然被用于在华尔街公司传递信息，但即将被计算机取代。到20世纪60年代中期，纽约证券交易所成员公司每年花费1亿美元将其业务计算机化。交易记录在计算机可读卡上，以电子方式读取订单。纽约证券交易所测试了一个计算机系统，减少了实际交付股票证书的需要。一个改进的股票行情机出现在1964年。它可以每分钟打印900字符，每天报告高达1 000万股，基本反映了纽约证券交易所的能力。纽约证券交易所在1965年

① James E. Buck, ed., *The New York Stock Exchange: The First 200 Years*, p. 204.

推出了一个自动报价系统，允许经纪人通过与计算机“交谈”获得报价。该系统每天可处理多达40万次查询业务。中西部证券交易所在1961年花费了300万美元用于业务的计算机化。该交易所使其成员可以使用其租用的IBM计算机进行清算和结算操作。经纪自营商使用斯坎林电子报价机（Scantlin Electronics Quotron machine）获取股票的价格信息。这台机器在纽约证券交易所被用于报告当天交易所收盘价。后来，与一些场外交易股票和大宗商品一样，这项计算机服务也被应用在美国证券交易所的报价中。

交易竞争

《纽约证券交易所规则》第394条规定，需要得到交易所的许可，成员方可作为委托人或代理人在场外进行交易。对于债券和某些优先股可免除此项规则。这意味着成员公司不能在上市股票中进行交易，即便其在场外市场可以交易更好的价格。起初，在1941年，SEC已经禁止纽约证券交易所限制其成员在其他交易所交易，但该禁令不适用于上市股票的场外交易活动。在20世纪50年代，纽约证券交易所逐渐收紧这一禁令。到20世纪60年代中期，大多数的此类交易是被禁止的。纽约证券交易所成功阻止了SEC放弃第394条禁令，将其重新编为第390条。这条规则在1966年被放宽，允许一些场外交易，但它仍然是大多数股票上市的一个障碍。为避免第390号规则进行了广泛的努力。“第三市场”成为证券业的重要组成部分。该市场由经纪公司和机构组成，他们正在进行纽约证券交易所的上市股票交易，尽管他们不是交易所的成员。其中最大的一家第三市场公司是威登公司（Weeden & Co.），一家创建于1922年的加利福尼亚公司，由弗兰克·威登（Frank Weeden）和他的儿子唐纳德所经营。威登在场外交易中买卖纽约证券交易所上市的大型机构股票。这些交易可以在交易所外进行，因为参与者不是纽约证券交易所的成员，也不受其规则约束。1961年，第三市场交易量大约20亿美元。

另一个竞争对手是仅在机构之间交易的“第四市场”。机构网络公司在1969年创建了机构交易的电子网络（Instinet），该系统用于保护了机构的交

易身份。Instinet 运行着一个计算机终端网络，允许经纪自营商及其机构客户表明他们对交易所上市股票的兴趣并在场外市场交易。该系统允许执行交易和提供交易报告。清算和结算可以通过电子网络系统部分的实现。该系统中的定价采用各种定价来源，包括来自纽约证券交易所的定价。

证券信息

价值线（Value Line）在 20 世纪 60 年代为交易商发布了一项普遍的咨询服务。该公司还管理共同基金。邓恩—布拉德斯特里特（Dunn & Bradstreet）于 1962 年收购了穆迪氏投资者服务公司（Moody's Investors Services），而巴伦氏（Barron's）则将被道琼斯收购。普尔氏发布公司与标准统计公司在 1961 年合并成为标准普尔公司，现在成为麦格劳—希尔的一个部门，发布股票指数和证券价格信息。场外交易证券的批发或“内部”报价由商业清算所控制的国家报价局公布。经销商的每日报价被打印在“粉色报价单”上。SEC 的特别研究报告发现，经纪自营商为了彼此的利益正在用粉色报价单交换报价。有时这样做是为了识别感兴趣的交易者的合法目的。在其他情况下，它的目的是设计并创造一种人为的交易活动形象。SEC 的特别研究报告表明，可以使用计算机报告场外交易市场中的交易商报价，从而导致买卖订单的匹配。用计算机可以替代粉色报价单，全国证券交易商协会开始研究这个建议。这导致了 1968 年纳斯达克的创建，这是一个电子报价系统，允许经纪自营商输入市场报价，这些报价可以通过经纪人桌上的计算机检索。报价可以通过电子方式更新，从而使市场更高效。纳斯达克的发展将助长场外交易市场证券交易的激增。

兼并和收购

投资银行家们在 20 世纪 60 年代深入参与兼并和收购活动。在 60 年代的早期每年发生近 1 000 次合并。1965 年发生了 2 000 多次合并，1966 年发生的合并近 2 400 次，1968 年发生了超过 4 400 次合并。合并规模也逐渐增加。美国 500 个最大的工业公司中有 100 个在 1962 年和 1963 年被接管。一种新现

象——恶意收购出现了。以前，大多数合并是通过两个合并公司之间的友好协议实现的。20 世纪 60 年代的第一批恶意收购案之一发生在拉扎德公司接管弗兰科·怀俄明时，托扎德公司以清算价格进行了大量交易。后者公司是抵制接管的，但拉扎德公司如愿以偿，获得了巨大的清算利润。纽约中央铁路被罗伯特·杨收购。杨收购成功，但是当他不能提高铁路的盈利能力时，他自杀身亡。消防员基金保险公司和美国运通公司于 1968 年合并。消防员基金为该组织带来了 20 亿美元的资产和一家共同基金。

一种擅长恶意收购行为的新金融家正在崛起，他们被称为企业掠夺者，并将主宰未来几年的金融新闻。敌意收购和企业突袭通常是通过招标的方式来完成的，即以高于当前售价的溢价从公众股东那里购买股票。掠夺者为控制权支付了费用，而股东则愿意将其股票作为该溢价的一部分。投标报价通常取决于要约人获得足够的用于控股、融资或其他效用的股票。这意味着如果收购失败，股东将不会得到溢价。这种偶然性引发了风险套利业务。这些交易员从公共股东那里以企业掠夺者提供的溢价折价购买股票。这便使得收购风险转移，从而避免风险套利。风险套利者也在买入他们认为可能是收购要约的公司的股票。风险套利者希望潜在的目标将以超过套利支付的购买价格被溢价收购。

新泽西州参议员哈里森·威廉姆斯（Harrison Williams）试图通过要求披露其所有权权益和提出要约收购意向来遏制兼并活动和企业掠夺者。他在 1968 年发起了《威廉姆斯法案》。尽管据称该法案在关于恶意收购是否可取的问题上是中立的，但《威廉姆斯法案》被普遍认为是对恶意收购具有遏制效果的。在实践中，它可能实际上激发了收购者为了“更体面”而实施不友好的收购，因为似乎他们受到了监管，因此是公平的。[①]《威廉姆斯法案》要求进行要约收购者披露，并确保报价是以公平的方式进行的。

企业集团

20 世纪 60 年代是企业集团的时代。这些公司具有广泛和多样化的业务，

① Seligman, *Transformation of Wall Street*, p. 432.

通过复杂的债券结构，可转换和不可转换的优先股，认股权证和普通股以及商业贷款实现了资本化。高调的集团是股市的宠儿，至少在一段时间。"'集团的神秘'被广泛认为是对20世纪60年代的'沸腾时代'的狂热的普通股投机的一种刺激。"① 一个极其成功的集团是凌特姆—沃特（LTV）。它的普通股从1964年的每股11美元增加到1968年到1969年间的136美元。凌特姆—沃特背后的力量是詹姆斯·约瑟夫·凌，他的职业生涯开始于电工。第二次世界大战后，凌成为电气承包商，并在1955年的得克萨斯州博览会上出售自己的公司股票。他开始了一个雄心勃勃的收购计划。到1969年，凌特姆—沃特在美国工业公司排第14名。凌特姆—沃特旗下拥有11家大型公司，包括威尔森运动器材（Wilson Sporting Goods），一家销售超过1亿美元的运动器材的公司。琼斯—劳克林钢铁公司（Jones & Laughlin Steel）也为凌特姆—沃特所有，每年钢铁产值超过10亿美元。另一家子公司布兰尼夫航空公司（Braniff Airlines）的收入超过3亿美元。凌特姆—沃特拥有奥科耐特公司（Okonite Company）和威尔森制药公司（Wilson Pharmaceutical），以及联邦轿车租赁公司（National Car Rental Company）。凌特姆—沃特航空航天为军队制造了价值7亿美元的飞机。凌特姆—沃特企业集团整个在1969年的销售额超过37亿美元。

利斯柯数据处理设备公司（Leasco Data Processing Equipment Corporation）也是一家大型企业集团。它创建于1961年，主营向企业提供电脑租赁。这个经营创意是由索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）设计的——购买IBM计算机，用于长期的、不可取消的对外租赁，租赁费率将低于IBM租赁率。斯坦伯格是最早的"绿票讹诈者"之一。作为企业掠夺者，其目标公司为自己的股票向其支付溢价，条件是掠夺者不再另行寻求接管目标。斯坦伯格通过利斯柯很快开始了其他业务线的收购计划，使其成为一个集团。1969年，斯坦伯格试图接管纽约的化学银行，但遭到了来自银行的巨大阻力，合并没有成功。即使如此，这种恶意收购企图被认为已经触发了整个时代的恶意收购和公司掠

① Roy C. Smith, *The Money Wars: The Rise and Fall of the Great Buyout Boom of the* 1980s, p. 78.

夺。利斯柯起诉了罗伯特·麦克斯维尔(Robert Maxwell),后者拥有英国的佩加蒙新闻有限公司(Pergamon Press Ltd.)的控股权。麦克斯维尔曾说服斯坦伯格在1969年购买佩加蒙股票。利斯柯最终购买了价值2200万美元的500多万股票。在利斯柯接管公司的控制权后,它发现麦克斯维尔严重夸大了佩加蒙的财务状况。在这件事情的过程中,英国政府的贸易和工业部得出结论:"尽管麦克斯维尔先生具备公认的能力和精力,但他在我们看来不是一个可以依靠于对上市公司行使权利的适当人选"。[①] 麦克斯维尔在1974年买回了佩加蒙,远低于它被卖给利斯柯的价格。事情并未以麦克斯维尔的恶名而结束,斯坦伯格继续他的恶意收购。他后来收购了信实保险公司(Reliance Insurance Company),并于1984年对沃尔特·迪士尼(Walt Disney)进行了一次恶意收购。斯坦伯格在20世纪末发现自己陷入财务困境,他的信实保险公司本身将成为另一家企业掠夺者卡尔·伊侃(Carl C. Icahn)的目标。

海湾—西部(Gulf & Western)是另一个企业集团,由查尔斯·布拉德霍恩领导(Charles Bluhdorn,),后者通过经营商品,特别是棉花和咖啡而发家致富。海湾—西部拥有派拉蒙影业、西蒙—舒斯特出版社、麦迪逊广场花园和各种运动团体。后来海湾—西部被维亚康姆·洛伊斯公司(Viacom Loews Corporation)合并成为劳伦斯·蒂施(Laurence Tisch)领导的派拉蒙公司。劳伦斯蒂施是另一家备受瞩目的大型企业集团。其他企业集团还包括沃尔特·凯迪(Walter Kidde)、特里丹(Teledyne)、博伊西加斯凯德公司(Boise Cascade)和利顿工业公司(Litton Industries)。查尔斯·"塑料"·桑顿(Charles "Tex" Thornton)是利顿工业公司的管理者。另一位执行官是罗伊·阿什(Roy Ash),后来成为尼克松政府的管理和预算办公室主任。彼时最大的集团也许是国际电话电报公司(ITT),管理者是哈罗德·根尼(Harold Geneen),在他任职期间,国际电话电报公司收购了全世界约350家公司,包括威廉·莱维特父子公司(William Levitt & Sons)、大陆烘焙公司(Continental Baking)、艾维斯公司(Avis Inc.)和哈特福德火险公司(Hartford Fire In-

① Nick Davies, *Death of a Tycoon*, pp. 30 – 31.

surance Company)。20世纪60年代，国际电话电报公司拥有资产超过40亿美元。

1968年至1970年，企业集团的股价急剧下滑。林—特姆科—沃特公司（LTV）当时经历严重的财政困难，并且其创始人詹姆斯·林（James Ling）被迫出走。LTV公司继续运作，但还是在20世纪末宣布破产。利顿工业公司在1968年的股票急剧下降时，被大量报告其收益下降，其股票价值从上年的高点下跌了近50%。同时，企业集团的增长引发政治关注。国会就这种新的货币信托威胁上举行了听证会。甚至联合国也卷入其中，因为欠发达国家受到了这些不断扩大的商业帝国的触角威胁。联邦政府根据反托拉斯相关法案加以权衡。司法部提出诉讼，要求LTV公司将琼斯—劳克林钢铁公司（Jones & Laughlin Steel）剥离。对LTV公司采取的行动已经解决其企业集团问题，但它预示着司法部再度咄咄逼人起来。司法部随后又进行了其他包括针对国际电话电报公司的反托拉斯行动，在国际电话电报公司同意出售艾维斯—莱维特及餐厅公司（Avis, Levitt and the Canteen Corp）的情况下解决其企业集团问题。国际电话电报公司进一步同意，未经司法部批准，不再进行超过1亿美元的收购。这一解决方案引发了轩然大波。新闻声称，因国际电话电报公司在1971年向共和党全国大会捐款400 000美元，司法部已同意与其达成有利的和解方案。报纸专栏作家杰克·安德森（Jack Anderson）声称，国际电话电报公司的说客迪塔·比尔德（Dita Beard）拥有证实与尼克松政府交易的文件。这导致了一些恐怖的场面，伪装的白宫特工——之后参与了水门夜盗——试图从躺在医院的迪塔·比尔德身上获取这些文件。

当得知SEC在其调查中获得了有关此事件的广泛的文件后，国会开始插手国际电话电报公司事件。后来担任中央情报局的领导的威廉·凯西（William Casey），时任SEC主席，他不愿将文件交给国会。在被告知SEC不能对文件要求行政特权后，凯西将这些文件“例行”转移给约翰·迪安（John Dean），后者当时是白宫司法部律师，后来成为水门事件告密的中心人物。国际电话电报公司还有其他政治问题。它支持了大约100万美元用于反对在智利的萨尔瓦多阿连德的社会主义政府，因其威胁到国际电话电报公司在智利

的公司所有权。阿连德还将美国政府公司拥有的智利铜矿国有化，包括阿纳康达铜业公司（Anaconda Copper Company）。后来，据媒体说，国际电话电报公司协助中央情报局支持了推翻政府并导致阿连德死亡的叛乱。

路易斯·沃尔夫森（Louis Wolfson）在1966年被控犯有证券欺诈罪，而且向SEC撒谎。他之前曾因出售未登记的证券被判处过。有关指控声称，沃尔夫森正根据一项秘密协议将梅里特—查普曼—斯科特（Merritt - Chapman & Scott）的股票停盘在第三方手中，以便回购股票。他这样做是为了避免贷款限制。地方法院取消了停盘费，但是沃尔夫森被定罪向SEC说谎。他最终没有对减少费用提出异议。丑闻在1969年5月发生了，当时《生活》杂志指控，最高法院大法官阿贝·福塔斯（Ali Abe Fortas）每年收到来自沃尔夫森家族基金会（Wolfson Family Foundation）的2万美元年金。在向福塔斯赠予年金的丑闻曝光之后，沃尔夫森因作伪证和违反证券法而被判入狱。福塔斯退回了年金，但是此丑闻迫使他引咎辞职。

证券市场和共同基金

随着通货膨胀的加剧和对冲突不满的增长，越战开始侵扰华尔街。纽约证交所在1966年成为反对“统治集团”的示威活动的目标。反战活动家艾比·霍夫曼（Abbie Hoffman）在1967年的纽约证交所向游客画廊投掷美元钞票，创造了头条新闻。20世纪60年代，华尔街遭遇了其他的过激行为。毒品的使用开始侵入这个行业。1967年9月，SEC在“市场投机狂潮”之后还调查了大约45家公司。操纵成为关注的问题焦点。[①]

1967年，缪丽尔·赛伯特（Muriel Siebert）成为第一个在纽约证券交易所担任席位的女士，她后来开了自己的贴现经纪公司缪丽尔·赛伯特公司（Muriel Siebert & Co.），被誉为是第一个由妇女拥有和经营的经纪公司。尽管早在一百年前维多利亚·克拉夫林·伍德哈尔已经声称过第一家经纪公司，担任纽约州银行业监督的赛伯特无疑仍是华尔街的一支重要的力量。麦迪伦·塔利（Made-

① “What's News,” *Wall Street Journal*, September 1, 1967, p. 1.

lon Talley）成为德莱弗斯杠杆基金的联合经理人，使她成为第一个担任此等职位的女人。纽约证券交易所没有黑人成员，直到1970年约瑟夫·路易斯·瑟尔斯三世（Joseph Louis Searles III）加盟。但是纽约证券交易所并没有持续整合很长时间。1970年的市场低迷迫使瑟尔斯辞职。纽约证券交易所的第一位外国成员布鲁诺·德斯·福哲思（Bruno Des Forges）直到1976年才被正式接纳。爱德华兹和汉利（Edwards & Hanly）于1969年开始播投电视广告，其中包括世界重量级拳王乔·路易斯。纽约证券交易所要求停止这些广告，原因是担心广告暗示爱德华兹和汉利公司比其他经纪公司更强大。

在1955年至1961年，共同基金持有量从大约10亿美元增加到200亿美元。在1962年，共同基金销售的激励措施如绿色邮票（经济补助票），可以兑换各种礼物。一个共同基金允许客户使用信用卡购买。由于这种激励措施的刺激以及更多的市场价格的上涨，到1964年，共同基金的投资总额增长到接近400亿美元。投资公司的数量在1945年至1965年翻了一倍。持有市政证券的单位投资信托基金在众多投资者中大受欢迎。20世纪60年代是华尔街的"沸腾时代"，见证了所谓的业绩基金的到来，这些共同基金旨在跑赢市场。这些共同基金交易股票是为了努力赚取短期利润。这与大多数基金的传统买入和持有策略背道而驰。在20世纪60年代，投机公司以不切实际的高估值发行的"信函"股票被广泛使用。这种信函股票涉及承诺购买未登记的股票，并同意买方在向SEC注册之前不会转售该股票。1967年管理企业基金的弗雷德·卡尔，当年通过投资新兴成长型公司和未注册的信函股票，获得了116%的收益。卡尔在1969年5月退出企业基金后，基金的价值下降了26%，最终下跌达50%。大部分损失涉及信函股票。

弗雷德·梅茨（Fred Mates）经营着梅茨投资基金。他将大量的基金资产投资于欧米茄股票的信函股票中。即使这只股票并没有市场，梅茨还是估价为16美元，而他只支付了3.25美元。SEC暂停了欧米茄股票交易，这导致弗雷德·梅茨被SEC委托停止赎回梅茨基金的证券。交易恢复后，该基金的价值下降了93%。信函股票是另一个丑闻的中心，丑闻涉及帕尔文—多尔曼（Parvin - Dohrmann），一家在拉斯维加斯经营赌场和酒店的公司。该公司的所

有者艾伯特·帕尔文（Albert Parvin）成立了一个基金会，并任命威廉姆·道格拉斯（William O. Douglas）为总裁，而道格拉斯同时也在最高法院任职。在那些帕尔文—多尔曼的信函股票购买者中包括女演员吉尔．圣约翰。由于违规行为，帕尔文—多尔曼的股票交易在1969年3月被美国证券交易所暂停。帕尔文—多尔曼股票在1969年初涨到110美元，一年多以后，跌到仅有12美元。由于吉尔．圣约翰和其他人的信函股票交易被曝光，SEC开始调查。帕尔文—多尔曼于是向众议院议长的一位友人内森·沃洛申（Nathan Voloshen）贿赂了5万美元，以便安排与SEC主席进行面谈，以解决诉讼程序问题。

杰克·德雷福斯（Jack Dreyfus）在20世纪60年代依旧是共同基金行业的明星表演者。到1969年，德雷福斯基金持有约25亿美元的证券。德雷福斯在通过霍华德·斯坦（Howard Stein）进行的基金管理中取得了成功。甚至比20世纪60年代末的德雷福斯基金更大的是相互投资基金（Investors Mutual），一种寻求收入和增长的平衡基金，资产超过65亿美元。佛瑞德．阿尔杰（Fred Alger）通过他的证券股票基金管理着大约3亿美元的资产，并将增长至数十亿美元。爱德华·约翰逊（Edward C. Johnson）控制着富达管理研究公司（Fidelity Management and Research）及其旗下的富达基金。在20世纪60年代中期，富达集团的共同基金持有约35亿美元的资产。富达资本基金（Fidelity Capital Fund）著名的资金经理小杰拉尔德·蔡（Gerald Tsai Jr.）于1966年离开该集团，成立了一个新的共同基金——曼哈顿基金。他的人气吸引了大约2.7亿美元的投资者资金。不幸的是，蔡的新基金业绩惨淡。蔡在20世纪60年代末失宠，当时“最具魅力的股票，整个市场的哲学基础，突然结束了”他们的时代。[①] 蔡氏的曼哈顿基金在305个共同基金中排名暴跌到第299位。曼哈顿基金于1968年被出售给CMA金融公司。蔡离开CMA，于1973年成立自己的经纪公司，并于1982年扩张后出售给美国罐头公司。蔡成为美国罐头公司的执行副总裁及后任主席。美国罐头公司在1987年更名为普美利加公司（Primerica Corp.）。它在20世纪末成为美国最大的银行和金融服

① Gilbert Edmund Kaplan and Chris Welles, *The Money Managers*, p. 80.

务公司。

基金经理受到了冲击。1962 年 SEC 出版的《沃顿商学院共同基金研究》认为，共同基金顾问的表现并不比随机选择证券所取得的业绩更好。一位参议员通过在纽约证券交易所上市股票名单上投掷飞镖来选择投资组合。他的选择优于普通股共同基金的平均水平。1970 年进行的一项研究发现，如果在纽约证券交易所上市的普通股买入等量的股票，共同基金投资者就会做得更好。SEC 对证券市场的特别研究引发了对共同基金的更多关注。这项特别研究批评的一个问题是共同基金的前端手续费。这些费用通常按照定期付款计划收取。投资者的大部分初始付款被视为前端佣金。《1940 年投资公司法》禁止在定期付款计划中购买超过 9% 的销售额，而第一年的付款中不超过 50% 的部分可用于前端销售佣金。尽管如此，这项规定还是可以收取大量费用。

投资者海外服务公司（IOS）

国际性的丑闻产生于共同基金业务。它由伯纳德 · 康菲尔德（Bernard Cornfeld）及其旗下公司投资者海外服务公司（Investors Overseas Services）（IOS）提供。投资者海外服务是由爱德华 · 科韦特（Edward M. Cowett）围绕监管障碍所指导成立的，寻求定位于一个完全不受政府监管的法律空白地带。科韦特很适合这个角色。他被两个不同的律师事务所指控盗窃，他与一个哈佛大学法学教授路易斯 · 罗斯合著了关于美国的蓝天监管的书。投资者海外公司服务被设立为位于欧洲的“离岸”基金，以减少税收以及避免美国对于共同基金严格的监管要求。投资者海外服务在其业务的一个方面——从投资者获得资金——取得了成功。这主要是由于 1962 年开始的“基金的基金”（FOF）。基金的基金是一种投资于其他共同基金的共同基金。它有两类股票。A 类优先股向公众出售。他们没有投票权。另一类股份持有投票权，由康菲尔德和科韦特通过投资者海外服务公司控制。根据《1940 年投资公司法》，美国的投资公司被禁止拥有此类结构。1962 年 10 月至 1963 年 9 月，基金的基金增持量增加了超过 1 500 万美元。在短期内，基金的基金资产管理超过 1

亿美元。1966 年，基金的基金拥有 3.6 亿美元的资产。这些资产主要由美国共同基金持有。

投资者海外服务公司犯下了许多罪行，例如非法货币交易和与其官员和董事之间的自我交易。基金的基金未向客户宣传投资多样化，客户资金往往投资于不具市场价值的证券和投机业务。例如，基金的基金在国王资源（King Resources）投资超过 6 000 万美元，而后者是一个可疑的钻探企业。当发现美国投资者购买投资者海外服务公司股票，上述行为和其他投资者海外服务活动引起了 SEC 的注意。1966 年，SEC 提出一项针对投资者海外服务公司的行动，根据一项同意令，投资者海外服务公司根据该同意令同意将其业务从美国撤除。它还同意不将其基金的出售给美国或海外的美国公民。与 SEC 的初次交锋并没有停止投资者海外服务的持续努力扩大。詹姆斯·罗斯福，富兰克林·罗斯福的儿子，被请出来粉饰投资者海外服务公司的形象。康菲尔德还在他的董事会中增加了其他杰出人物，包括肯塔基州前副州长、民主党领导人威尔逊·怀亚特、前加利福尼亚州长埃德蒙·“胖”布朗、理查德·尼克松的侄子唐纳德·尼克松，以及关贸总协定组织前总干事艾瑞克·温德姆·怀特爵士。在这种高度上，投资者海外服务公司运行了 18 个共同基金，在 100 多个国家设有办事处，雇用了 25 000 名销售人员。由康菲尔德管理的整个基金组织迅速达到 9 亿美元的管理资产，最终这一数字飙升到 25 亿美元。康菲尔德为自己赚取了超过 1 亿美元，为了维持奢侈的生活而挥金如土。他在瑞士买了一所据说属于拿破仑的小木屋。康菲尔德成了乘坐着自己的私人喷气机往返于自己位于伦敦和纽约别院的常客。他的旅行中伴随着一群令人艳叹的漂亮女伴。

SEC 在 20 世纪 60 年代末对投资者海外服务进行了另一次攻击，指控投资者海外服务公司存在欺诈，及涉嫌向美国投资者非法销售。因为 SEC 的行动使事态摇摆不定，康菲尔德在 1971 年切断了与投资者海外服务的联系，将其卖给了新泽西商人罗伯特·韦斯科，自己逃往阿卡普尔科。韦斯科使用了一系列令人困惑的交易完成这次收购，在取得控制权后不久他开始洗劫投资者海外服务公司。韦斯科从投资者海外服务公司偷走了 2.5 亿美元到 10 亿美

元。这是美国历史上最大的金融欺诈案。然后韦斯科便发现自己成为 SEC 提起的诉讼目标。韦斯科还被指控在 1972 年总统竞选中向尼克松总统提供非法竞选献金。尼克松的侄子唐纳德·尼克松与詹姆斯·罗斯福一起被留在了投资者海外服务公司董事会。而韦斯科与 SEC 交战了一段时间后，便逃到巴哈马，显然他的抢劫快要被暴露了。离开这个避难所，他又去了哥斯达黎加。当再次被驱逐，韦斯科逃往尼加拉瓜，在那里他开始向美国贩卖毒品。他最终被迫再次搬迁，这次到了古巴，在那里他终于被菲德尔·卡斯特罗（Fidel Castro）绳之以法，卡斯特罗早已听厌了韦斯科的臭名昭著。1996 年，韦斯科在古巴被判处 13 年徒刑。这些罪行涉及韦斯科的欺诈行为，他试图推销一种新的号称治愈癌症和艾滋病的神奇药物。

韦斯科在美国依然是一名逃犯。康菲尔德在瑞士被监禁了一年，但最终被宣判无罪。尽管他后来被判处电话公司诈骗。但无畏的康菲尔德继续与三四个女人一同旅行，并且宣布计划成立一个销售性活力饮食产品的公司。他一直活的丰富多彩，直至在 1995 年去世。有人在努力模仿投资者海外服务公司。1967 年，基思·巴瑞斯（Keith Barish）创立美国管理与研究基金会。这是一个开发房地产投资的离岸基金。像康菲尔德一样，巴瑞斯聘请著名人士来推广该公司，包括皮埃尔·塞林格（Pierre Salinger）和前肯尼迪政府其他成员。该公司在 1969 年上市，但其股票的价值很快从每股 10 美元跌到 1.50 美元。

SEC 针对投资者海外服务公司的行动预示着该机构新的侵略性。在另一宗案件中，它指控得克萨斯州海湾硫黄公司发布虚假新闻稿。该公司的几名董事和雇员被控以内部信息交易，这些信息涉及该公司在加拿大发现一个有价值的矿藏。纽约第二巡回上诉法院维持了这些指控。法院表示，在个人买卖公司股票之前，应该在证券市场上获取平等的信息。业内人士被认为有义务在交易前披露重要信息。另一种选择是让内部人士不要交易。该诉讼的被告之一是托马·拉蒙特（Thomas S. Lamont），他是摩根保险信托公司（Morgan Guaranty Trust Company）的执行官，J. P. 摩根（Morgan & Co.）著名合伙人的儿子。他在公开宣布之前，通知了自己的银行朋友关于德克萨斯州瓦斯

硫黄的发现。虽然拉蒙特自己没有在公开宣布之前交易，但他被 SEC 指控向其朋友透露内部信息。这起案件最终被撤销了。

第4节　机构和文案

在美国拥有股票的个人越来越多，但其增长速度还是比不上机构投资者的增长。1945 年至 1962 年，机构持有的资产从 880 亿美元增加到 4 300 亿美元。到 1961 年，机构拥有约 80% 的优质公司债券。鲜为人知的是，在 1963 年，超过 40% 的公司股票发行和 50% 的公司债券被私下安置在机构中。这种机构所有权的增长在未来几年内更加迅速。1969 年，国家经济研究局为 SEC 进行了一项关于机构投资者的研究。其报告指出，金融机构股权证券的所有权比例已从 1952 年的约 24% 增加到 1970 年的 40% 以上。机构交易者的组合正在发生变化。到 20 世纪 60 年代中期，银行和信托公司的个人信托部门不再占有机构的大多数担保。保险公司、投资公司和养老基金的持有量超过了信托部门。

保险公司

人寿保险公司是最大的机构投资者。他们的资产在 1945 年至 1960 年增长了两倍。到 1965 年，人寿保险公司的资产总计近 1 600 亿美元，主要投资领域是抵押贷款、公司债券和政府债券。在 1960 年，纽约仍然将人寿保险公司的普通股持有量限制在总资产的 5%。各州在 1969 年纷纷创建保险担保基金，以便切断关于联邦保险计划的建议，以在无力偿债的时候保护保险公司。

最高法院在《SEC 诉国家证券公司》（*SEC v. National Securities, Inc.*）[1]中指出，一家保险公司对合并交易的误导性声明违反了《1934 年证券交易法》。法院认为，联邦证券相关法律没有被《麦卡伦—弗格森法案》取代，应

[1] *SEC v. National Securities, Inc.*, 393 U. S. 453 (1969).

当认为可变年金受联邦证券法律管辖。保险业随后与SEC对可变保险产品的监管发生了长期争执。1973年，SEC在威廉·凯西主席授权下对这些产品免除注册，但该豁免权不久被撤销。后来，SEC和保险业达成了协议，允许这些产品在不受干扰的情况下销售。

保险业在20世纪60年代开始了一系列的兼并和收购活动，有时还涉及非保险业务。为了回应这种趋势，全国保险委员会协会通过了一项保险控股公司法规为大多数州所采纳。这项立法对寻求收购保险公司的公司施加了限制。法案采纳了诸如“银行控股公司法”中的标准，保险控股公司被允许管理共同基金，出售可变年金和人寿保险，并且为自己，而不是公众的账户充当经纪自营商。保险公司及其附属公司被允许管理养老基金。到了20世纪70年代，他们管理了大约一半的养老基金。

养老金计划和其他机构投资者

私人养老金计划在60年代初期以每年超过35亿美元的速度增加金融资产。通用汽车的养老金计划为资产在普通股投资创造了先例。到1969年，养老基金已经购买了大量优先股和普通股。通用磨坊公司开始逐渐将养老基金的管理从银行转移到专业资金管理者。即使如此，养老基金的增长还是为银行提供了大量业务。在1968年底，摩根担保公司管理着超过90亿美元的养老基金。

投资公司是另一个逐渐壮大的机构投资者。他们持有大量股票，大部分投资于成熟的公司。在1940年至1969年，共同基金的资产金额从4.5亿美元跃升至483亿美元。投资公司结构正在发生改变。尽管封闭式投资公司在第二次世界大战之前已经主导了这个行业，但是这种形式的管理在战后失去了优势。到1966年，共同基金持有约82%的投资公司资产。共同基金被聚集成由共同顾问管理并由共同分销商出售但具有不同投资目标的资金组或“复合体”。股东可以在没有支付销售费用的情况下转移资金。此外，佣金负担减少，因为“断点”已达到。这些投资水准使投资者减少佣金，减轻“负担”。

在1967年，银行信托部门持有2 532亿美元的资产。到了1971年，这个数字已经上升到了3 430亿美元。投资公司对银行信托部门的竞争引起银行的回应。1966年，第一国家城市银行作为投资公司在SEC注册，并在混合投资账户中进行单位出售。这是以资产净值出售的，但年度管理费为0.5%。在《投资公司协会诉》（*Investment Company Institute v. Camp*）[①]中，最高法院认为，美国货币监理署不能授权第一城市国家银行从事这样的活动，因其受制于《格拉斯—斯蒂格尔法案》中关于投资银行的相关禁令。法院将共同基金的操作禁止情况与银行允许为个人客户的账户购买股票的情况区分开来，在这种情况下，法院认为这些股票购买行为是为受托目的而非投资目的，即使它们在混合账户中。

资金经理形式也发生了更新。桑福德·查尔斯·伯恩斯坦公司（Sanford Charles Bernstein & Co.）通过全权委托账户管理客户资金。当时的公众普遍担心自由决定的账户可能太容易被滥用，因此这样的计划不会被投资者接受。然而，到了20世纪90年代末，桑福德·查尔斯·伯恩斯坦公司成为世界上最大的独立投资公司之一，为25 000个客户管理着超过800亿美元的资产。一些其他机构也声名鹊起。在20世纪60年代，大学的捐赠基金会逐渐壮大，成为机构投资者，并为专业资金经理所青睐。

对冲基金

对冲基金的出现适得其时。这些基金的投资者是富有的个人，他们以10万美元或更多的数量级投入大量资金。对冲基金实际上是投资公司，是根据《1940年投资公司法》例外情况下经营的，注册可以少于100个投资者。琼斯公司（A. W. Jones & Co.）是最早的现代对冲基金公司之一。其创始人阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）于1949年成立了该公司。它为普通合伙人实现利润提供了20%的激励费用。1954年，琼斯开始招募经理人来管理他的对冲基金的投资组合。到1961年，琼斯的对冲基金获得了

① *Investment Company Institute v. Camp*, 401 U. S. 617 (1971).

21% 的年回报率。它在十年内增长超过 1 000%。即使如此，琼斯公司默默地运作，很少被注意到，直到 1966 年《财富》杂志上发表的文章描述了他的对冲基金。其后琼斯成为其他基金的榜样。

对冲基金的数量迅速加快。从 1966 年开始，在纽约新成立了 100 多个对冲基金。到 1969 年，美国拥有约 150 家对冲基金。这些基金持有约 3 000 投资者投资的 10 亿美元。对冲基金使用借款来获得杠杆，往往实行卖空。这些对冲基金的管理人员包括纽约慈善家迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）和投资者乔治·索罗斯（George Soros），他们将在未来的几年里通过其运营转移市场。一些在 20 世纪 60 年代末运作的对冲基金有亚特兰大合伙人（Atlanta Partners）、塔卡拉合伙人（Takara Partners）、奥古斯特联合（August Associates）、伊卡洛斯合伙人（Icarus Partners）、蚱蜢基金（the Grasshopper Fund）、林肯合伙人（Lincoln Partners）、萨奇联合（Sage Associates）、罗德曼联合（Rudman Associates）、塔玛拉克联合（Tamarack Associates），以及霍索恩合伙人（Hawthorne Partners）。其中一个较大的对冲基金是菲尔福尔德合伙人（Fairfield Partners），其对冲基金的个人投资者包括洛斯公司（Loews Corp.）的首脑劳伦斯·蒂施（Laurence Tisch），纽约证券交易所主席基思·芬斯顿（Keith Funston），以及演员詹姆斯·斯图尔特（James Stewart）、黛博拉·蔻儿（Deborah Kerr）、拉娜·特纳（Lana Turner）及罗德·斯泰格尔（Rod Steiger）。当市场在 1969 年和 1970 年开始下跌时，对冲基金遭遇了挫折。

机构会员

机构投资者在交易所寻求成员资格，这将允许他们以成员利率执行交易，而不必因对零售客户交易而被征收更高的固定佣金率。第一个这样做的机构是位于堪萨斯城的共同基金沃德尔—里德公司。该公司成立了堪萨斯城分公司，并于 1965 年成为太平洋证券交易所注册会员。其他机构开始寻求交易所成员，包括资产超过 60 亿美元的投资者多元化服务公司（IDS）。这些尝试引发了是否应给予机构这样的机会的争论。纽约证券交易所试图阻止这种活动，

以保护其对现有成员业务的佣金束缚。竞争性局面被打开了，PBW 证券交易所（费城—巴尔的摩—华盛顿）设法吸纳机构投资者加入，作为其业务方式之一。约有 50 个机构参与了这一转变，其中包括一些外国机构。还有一些机构加入了太平洋证券交易所。

美国证券交易委员会对交易所的机构会员资格感到矛盾。尽管 1974 年颁布了规定，允许交易所保留机构会员资格，但这种机构转为会员的主要目的是进行公共证券业务。根据这条规则，至少 80% 的交易所成员的业务对手必须是其关联公司以外的对象。这大大减少了有资格成为会员的机构的数量。1975 年颁布的立法禁止与资金管理人有关的经纪公司加入交易所和处理资金经理的经纪业务，除非他们的大部分业务是对公众的。纽约证券交易所最初反对外国经纪自营商加入纽约证券交易所，除非对方给予美国公司互惠会员待遇。不过，在 1977 年 2 月，纽约证券交易所还是允许外国经纪人成为其会员。

大宗交易

纽约证券交易所的“大宗”交易数量在 20 世纪 60 年代末开始增长，因为机构交易按订单规模和数量继续增加。大宗交易是指一单包含 10 000 股或更多的交易，由机构进交易所谈判，并在交易所报价执行。大宗持仓开始流行起来。这是一种机构投资者使用经纪人持仓大宗股票买卖的机制，一般用于机构客户的大宗订单。经纪公司承诺以特定的价格执行大宗订单，然后经纪自营商通过联系其他机构或经销商寻求持有或销售大宗订单。如果交易涉及纽约证券交易所股票，就会被交到纽约证券交易所的场内执行交易。大宗交易在第三市场和非会员交易的第四市场流行。大宗交易的概念据说源于高盛公司的古斯塔夫·利维尔（Gustave Levy），贝尔—斯坦斯公司和所罗门兄弟—赫茨勒公司相继开始从事大宗交易。

计算机的发展逐渐成为纽约证券交易所的竞争原因。奥泰克斯（AutEx）是一个自动化消息系统，旨在为机构交易者提供进入经纪公司和其他机构进行交易的机会。通过奥泰克斯系统，大宗交易者能够传达其对在纽约证券交

易所、场外交易柜台和美国证券交易所交易的特定证券的兴趣，将信息任意发给相关机构。这很像一个公告板的查询系统。纽约证券交易所在 1969 年开发了一种称为大宗自动化系统的竞争产品，但它只能用于上市股票，并且不太好用。纽约证券交易所在这个系统上损失了约 1 000 万美元，遂于 1973 年停止使用。

1967 年，《机构投资者》（*Institutional Investor*）杂志创刊。作为服务于机构投资组合经理并在其他日益增长的机构投资中发挥作用的出版物，该杂志有一个现成的市场。1968 年，会有超过 1 500 名的专业资金经理加入机构投资者行列。投资组合经理们更多地考虑多元化，而不是选择个股作为投资。机构交易者在行使他们作为股东投票管理权利时，传统上较为被动：如果他们对管理层或公司政策有非议，他们用脚投票并出售他们的股票。在 20 世纪 60 年代，机构作为股东开始扮演更积极的角色。关于机构是否有义务促进社会正义和关注环境、歧视和其他社会因素，一场辩论爆发了。

房地产投资信托（REITs）

国会在 1960 年决定，通过优惠的税收待遇，以允许对房地产投资进行税收扣除。这一决定导致了房地产投资信托（REIT）的创立。房地产投资信托是马萨诸塞州商业信托的替代品，后者曾被用于税收优惠的房地产投资。根据 1935 年最高法院的有效裁定，马萨诸塞州的商业信托走到了终点，这种信托不能被视为转手税实体对待。这意味着需要对马萨诸塞州的信托公司利润进行双重征税（一次是在公司层面，另一次是在向股东支付时）。这种情况结束了房地产投资信托的效用。房地产投资信托通过向投资者提供优惠的转嫁税优惠来鼓励房地产投资。1960 年《房地产投资信托法案》豁免房地产投资信托的联邦所得税，条件是房地产投资信托将 90% 的收益支付给股东，并规定该公司保持其大部分投资组合在房地产行业的相关投资。国会希望房地产投资信托是长期投资计划，而不是经营实体。房地产投资信托需要被至少 100 名公众股东广泛持有。第一抵押投资机构和大陆抵押投资机构是两个早期房地产投资信托基金，他们的房地产投资业务扩张较快。房地产投资信托业务在

1960 年至 1970 年稳步增长。

证券交易

1967 年 8 月，随着市场持续上扬，在国会举行了听证会。来自麻省理工学院的经济学家保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）发表证词说，有 5 万名销售人员在销售共同基金。他指责这其中许多人能力不足，他们销售该产品的动机是为了获取 8.5% 的佣金。这增加了交易风险，即不考虑产品的适用性而向不谙世故的个体销售共同基金。

1966 年 7 月 14 日，纽约证券交易所开始启用纽约证券交易所综合指数，使之成为股市走势的重要指标。纽约证券交易所的交易量在前一年开始迅速增长，但在 1966 年春天，道琼斯平均指数达到 1 000 之后，股市大幅下跌。纽约证券交易所的交易量从 20 世纪 50 年代的每日 200 万股增加到 1967 年的 1 000 万股。1968 年初，纽约证券交易所平均每天交易量 1 300 万股，比 1967 年增长 30%。1968 年 4 月 10 日，纽约证券交易所交易量过 2 000 万股，创下新纪录。6 月 13 日，数量达到 2 100 万股。纽约证券交易所的平均日交易量很快接近 1 600 万股，相比 1961 年每天交易的 400 万股增长迅猛。1968 年，纽约证券交易所向公众出售新发行产品大约 40 亿美元，这些产品中有许多是“热门”发行。在纽约证券交易所的坐席售价为 515 000 美元。

1967 年，证券交易委员会根据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》开始审查运营作业。这项研究是由一名证券交易委员会的工作人员在委员弗朗西斯·惠特的指导下进行的。《惠特报告》为公共公司的综合披露制度奠定了基础，并将简化这些公司的新发行证券的注册流程。《惠特报告》建议 SEC 和相关行业应努力提高向股东提交的年度报告的质量。另一边，SEC 于 1968 年 12 月开始参与争夺派珀飞机公司（Piper Aircraft）控制权的斗争。克里斯飞行公司（Chris – Craft Industries）出价收购派珀公司。为了挫败克里斯飞行公司的收购，派珀说服格鲁曼飞机公司（the Grumman Aircraft Corporation）购买了 30 万派珀的未发行股票，这使得克里斯飞行公司收购失败。当邦戈蓬公司像白色的骑士一样出现并拯救派珀公司之后，派珀与格鲁曼的收

购协议随后便终止了。因此，SEC 上诉称这种行为违反了联邦证券法，并提出了各种旨在阻止邦戈蓬公司的其他方案。此案最终到达最高法院，法院支持了邦戈蓬公司的收购。

文案危机

1963 年，《证券市场的专题研究》（*the Special Stualy of the Securities Markets*）一书中警告说，证券业的清算和结算机制也许不足以应对日益增加交易量。事实证明这一担忧是有道理的。证券业的设施已经疲于处理庞大的交易量。一份报告指出，"近年来，随着通胀和通胀预期的上升，证券业对短期业绩所采用的短期交易情况的准备不足。成交量激增，价格飙升，随后暴跌，纸张阻塞系统发出扭曲的预警。"[①] 尽管交易量上升，但许多纽约证券交易所的会员公司在其零售佣金业务上赔钱，因为 1968 年牛市带来的大量交易量导致华尔街的后台办公室崩溃。文书人员需要加班和周末工作，以应付业务增长产生的额外文案工作。经纪公司开始实行三班倒，交易时间甚至被压缩。但这些努力是徒劳的。错误所造成的损失正在带走利润。增加的业务量产生了大量"错误"交易，无法交割或接受证券以及"DK"（不知道）的交易增多。这些交易中，对手经纪人双方不能就交易达成一致。到 1968 年 12 月，交割失败的交易金额超过 40 亿美元，这很快带来了会计财务的噩梦。

纽约证券交易所开始减少其交易时间，以便经纪公司能够跟上交易量增加的脚步。在 1968 年初的 6 个星期内，纽约证券交易所的平仓时间从下午 3:30提前至下午 2:00；在 7 月和 8 月，证券交易所每逢周三闭市，为的是便于公司处理完他们的文案备份，但这些举措对激增的文案无济于事。1968 年，皮卡德公司（Pickard & Co.）因无法解决文案问题而倒闭。在经过与艾拉·豪普特公司（Ira Haupt & Co.）的色拉油骗局之后，纽约证券交易所成立了一个特别信托基金，并利用该基金来补偿皮卡德公司的客户。纽约证券交易所开始限制其他陷入困境的约 50 家公司成员的商业活动，为的是允许这些公

① William McChesney Martin Jr. , *The Securities Markets*, p. 4.

司去纠正他们的后台文案问题。

雷曼兄弟是遇到后台问题的公司之一，该公司禁止雇用额外的销售人员。纽约证券交易所从其特别信托基金支付了大约500万美元，以保护1969年倒闭的格里高利父子公司（Gregory & Sons）的客户。倒闭的公司越来越多，包括阿莫特—贝克公司（Amott, Baker & Co.）、罗宾逊公司（Robinson & Co.）、第一戴文舍亚公司（First Devonshire Corporation）、查尔斯·珀恩公司（Charles Plohn & Co.）、奥维斯兄弟（Orvis Brothers）、贝瓦尔德—德博（Baerwald & DeBoer）和克莱纳—贝尔公司（Kleiner, Bell）。前民主党领袖劳伦斯·奥布莱恩（Lawrence O'Brien）那时是麦克唐奈公司的总裁。该公司拥有超过1 500名员工和超过10万名客户，当其倒闭时引发了记录保存和其他问题。麦克唐奈公司的倒闭使纽约证券交易所特别信托基金的成本支出达到近2 000万美元。布莱尔公司的失败使得纽约证券交易所对其清算成本又支出2 600万美元。古德博蒂公司（Goodbody & Co.）已经经营了79年，其共同创始人是查尔斯·道，古德博蒂有几十万个账户，是美国第五大经纪公司。古德博蒂的倒闭威胁到全国金融并将引发恐慌。纽约证券交易所说服美林公司通过公司合并对古德博蒂公司施以援手。作为搭救这家失败公司的筹码，纽约证券交易所安排了超过2 000万美元的次级贷款，并同意补偿美林公司3 000万美元的潜在负债。

另一个轰动一时的失败案例是邓普西—泰格勒公司。其总部设在圣路易斯，作为纽约证券交易所会员单位旗下有7万客户、60个分公司和600个推销员。1968年，纽约证券交易所要求邓普西—泰格勒公司关闭其分支机构的一半，由于公司资本不足，总裁也暂时停职了。1970年，对邓普西—泰格勒公司的限制使得外部取消了对公司的投资，随后股市下跌，公司再次遇到麻烦。邓普西—泰格勒公司最终倒闭，2 000万美元的客户资金遭受损失。华尔街变得更糟的标志事件是海登—斯通公司陷入麻烦。1970年9月2日，海登—斯通公司未能满足其资本要求被芝加哥交易所宣布暂停交易。这发生在纽约证券交易所试图保持该公司资金运转的时候。纽约证券交易所说服芝加哥交易所暂停其停牌。危急时刻海登—斯通公司接受了资本注入，并且债权

人同意将他们的贷款移交客户。在这次海登—斯通公司的救援事件中，纽约证券交易所耗费约1 200万美元。当公司仅仅依赖额外的资本注入而苦苦支撑之时，公司的业绩表现便如同是四季养护中心的普通股，它便开始走向破产，几近倒闭。1974年，几经周转之后，希尔森—汉米尔公司和海登—斯通公司合并。

这些倒闭使纽约特别信托基金枯竭，但在1970年，纽约证券交易所又增加了3 000万美元成本，因为会员的失败增加了。这笔钱用于挽救海登—斯通和德姆赛—特格尔的客户，但客户继续流失。在1968年至1970年，100多家纽约证券交易所成员公司因文案危机而退市。正如SEC主席所指出的，经纪公司因业务太多而被迫停业。危机期间，纽约证券交易所耗费了超过1.3亿美元用于驰援公司和挽留客户。在这些支出之后，纽约特别信托基金陷于衰竭，交易所拒绝向客户提供进一步的赔偿。

在1969年至1970年，贝奇公司（Bache & Co.）损失巨大，员工人数减少了20%。杜邦经纪公司损失掉“惊人的”1 770万美元，这是纽约证券交易所成员公司中遭受的最大的损失之一。[①] 该公司创始于1931年，由杜邦家庭成员组建，于1970年与戈洛尔—福根公司和斯塔茨公司和赫希公司合并成为杜邦—戈洛尔—福根金融公司。在合并时，三家公司都在亏损。合并后不久，新的实体成为全国第二大零售经纪公司，拥有30万客户，若无外援定将无法生存。一个天使及时出现了，他就是未来的总统候选人兼电子数据系统（EDS）的亿万富翁领导人罗斯·佩罗（H. Ross Perot）。电子数据系统一直为杜邦—戈洛尔—福根金融公司提供数据处理服务。佩罗了解到情况后，同意提供4 000万美元来进行救援。纽约证券交易所为佩罗交易的压力，同意在1 500万美元的限额内补偿他的任何投资损失。内部审计后来披露，该公司的亏损超过8 000万美元。佩罗还发生了其他问题。他投资了另一家陷入困境的经纪公司沃尔斯顿公司。沃尔斯顿公司和杜邦公司都相继遭遇财务困难。佩罗在1973年重组了这两家公司，以保护自己的投资，但最终不得不陷入清

---

① *Hirsch v. du Pont*, 553 F.2d 750, 754-55 (2d Cir. 1977); Chris Welles, *The Last Days of the Club*, pp. 247, 252.

算。佩罗发现自己被整个经历整惨了，他被认为已经筹集了高达1亿美元来支持这些公司。

纽约证券交易所后来被批评没有在文案危机期间严格执行其净资本规则。该规则要求成员公司维持最低流动资本金额。批评者称，纽约证券交易所允许没有达到资本要求的公司继续经营。纽约证券交易所主席罗伯特·哈克（Robert Haack）回答说，如果净资本规则在文案危机期间被严格执行，另外100家纽约证券交易所公司也将被停业。在这场危机中，纽约证券交易所在很大程度上处于观望的边缘，尽管它确实对埃斯塔布鲁克公司（Estabrook & Co.）和施瓦巴彻公司（Schwabacher & Co.）采取了行动，而其他公司却未能纠正他们的后台问题。

立法

国会调查了文案危机，发现它几乎“使我们国家的证券市场陷入瘫痪”。[①] 认识到纽约证券交易所特别信托基金的不足之后，国会通过了1970年的《证券投资者保护法》，为持有账户的客户在当其破产时提供保险经纪自营商。这项立法创建了证券投资者保护公司（SIPC），用于管理投资者保护基金，通过经纪交易商的评估来进行偿付。到1985年，证券投资者保护公司基金通过这些评估的偿付已经达3.25亿美元。证券投资者保护公司的保险只投保因客户资金短缺或证券经纪公司破产而造成的损失，没有投保由市场波动或客户所持债券违约造成的损失。最初，证券投资者保护公司向客户账户投保高达50 000美元，但只有20 000美元的现金投保。1978年证券投资者保护公司保险增加到100 000美元，1980年增加到50万美元，其中10万美元是所涵盖的现金最大数。

证券投资者保护公司很快显现了它的价值。魏斯证券公司（Weis Securities）在1972年开展了一项广告宣传活动，用于促进“现代投资者的一站式

① U. S. House Subcommittee on Commerce and Finance of the House Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Securities Processing Act*: *Hearings on H. R.* 14567, *H. R.* 14826 *and S.* 3876, 92d Cong., 2d sess., 1972, p. 2.

购物”。该公司在1973年5月遇到困难，当时已拥有55 000名客户和30个分支机构。该公司的5名高管被起诉涉嫌证券欺诈和伪造公司的账簿和记录，其中两个高管被投进监狱。为提高自家证券的公开发行价，魏斯证券公司已经对其账簿进行了加工，该公司必须在证券投资者保护公司下清算。在魏斯证券公司被清算之后，许多大型经纪公司开始为客户账户投保私人保险，以补充证券投资者保护公司的保障金额。这些政策最初涉及的是证券账户最多达25万美元的额外损失。今天，许多经纪公司为了高于这个限额的偿付而投保私人保险。

在文案危机之后出现的争议是经纪人使用客户的免息信用余额。这些余额只是客户留给经纪人的现金存款。在任何时候，保留一定数量的资金供随时取用，经纪人常常将这些资金用于自己的业务经营。经纪商没有为这些存款支付客户利息，因为《1933年银行法》禁止定期存款利息。数额触目惊心。1969年，约20亿美元的客户免息信用余额被经纪商挪用于他们的业务。1970年，美林公司占用客户免息信用余额超过3亿美元，来自客户免息信用余额的收益约占美林公司当年收入的50%。

在文案危机期间，SEC要求经纪自营商将客户资金存放在特定的隔离账户中。这种“客户保护规则”具有防止经纪自营商在他们的业务操作中挪用客户资金的效果。此后，SEC根据《证券投资者保护法》，采用规则来保护经纪自营商持有的客户资金。SEC因此颁布了规则15c的3-3条款，并于1973年生效。该规则要求经纪自营商定期计算客户免息信用余额的金额，并将这些资金存放在专门指定的银行账户中保管以供客户专用。规则15c的3-3条款强制了持有和控制要求，要求经纪自营商每日对应该由经纪自营商持有或控制的客户的全额付款和超额保证金证券进行“盒子计数”。缺陷需要被修正。

《证券投资者保护法》规定SEC要准备一份关于经纪自营商的不安全和不健全行为导致文案危机的报告。该报告的结论是，行业的自有资本不足，而且对经纪人要求的最低资本规则有严重的漏洞。1975年《证券交易法修订案》要求SEC为经纪商建立最低的财务责任要求。这项立法被认为是必要的，

因为纽约证券交易所未能在文案危机期间对其会员实施其净资本规则。SEC通过采用统一的净资本规则来加强经纪自营商的资本要求，提供了可以衡量经纪自营商资本的替代公式。“基本”的方法是要求经纪自营商保持公司“合计”债务的特定百分比的最低净资本。另一种方法是允许经纪自营商维持最低数额的净资本，相当于 10 万美元或 4% 的总债务项目。该 4% 的指标在 1982 年减少至 2%，而 10 000 元的金额指标则在 1992 年增至 25 万元。

股票证书

SEC 的《不安全和不健全行为研究》（*Study of Unsafe and Unsound Practics*）认为，证券业需要实现系统现代化以解决证券交易。经纪自营商的后台常常被认为像一个“人迹罕至的森林”。不充分的结算程序几乎将经纪公司拖垮在“无控制的纸张海啸”中。当经纪公司试图应用计算机时，他们发现自己好像上了一个更糟糕的跑步机。昂贵的计算机经常发生故障，由于没有保留并行日志，情况只会变得更糟，比如说股票经常以“街道名称”持有，即证券以经纪商名义登记，而非客户。总而言之，证券的实物转移导致了大量的文案工作。

SEC 的《不安全和不健全行为研究》指出，需要一个单一的全国性证券结算和交付系统来处理交易大量增加而产生的文案工作。华尔街面临的困难之一是对证券进行实物转移的需求。纽约证券交易所并不认为取消股票证书是切实可行的，但是它在 1968 年创建了中央证书服务机构（CCS）。该设施被设计为一个中央存储库，大大减少了实际转移证书的需要。中央证书服务机构通过保留证书并简单地将所有权让渡记录在参与会员公司的账簿中来限制证书转让。为了执行交割，中央证书服务机构只是在存款处贷记或借记其会员公司的账户。不幸的是，这个概念发展得不够好，不足以帮助人们摆脱最糟糕的文件危机。为了允许电子转账而自动安置的设备也遇到了启动问题。尽管如此，中央证书服务机构仍旧是价值超过 300 亿美元股票的保管人。

金融业继续探究文案问题。莱布兰德—罗斯—蒙哥马利公司（Lybrand,

Ross & Montgomery）的一份报告中检验了放弃股票证书的可行性，故被称为文案危机的“主要催化剂”。从美联储退休的威廉·麦克斯尼·马丁（William McChesney Martin）在其编写的一份报告指出，“SEC 主席威廉·凯西（William J. Casey）先生所倡导的彻底消除股票证书建议，应该是尽快达成的最终目标。”[①] 然而，取消股票证书与传统背道而驰，股票证书是必需的，且受到一些州法律的广泛监管。兰德公司是一个智囊团，它受证券业委托研究其文案问题。亚瑟·利特尔公司（Arthur D. Little，Inc.）的一份报告建议为证券场外交易开发一套清算系统。全国证券交易商协会随后创建了一个清算组织——国家清算公司，将自己的机构设施与中央证书服务机构联系起来，有助于解决证券市场的清算问题。1973 年，全国证券交易商协会和纽约证券交易所联合成立了一个委员会，寻求开发一个单一的用于证券交易的清算和结算的国家设施的计划。国家证券结算公司应运而生，纽约证券交易所的结算系统也发生了改变。在文案危机时，纽约证券交易所清算公司使用了每日订单平衡系统。这个系统只需要执行一次交割，因为它统计了当天所报的交易和成员公司之间的交易。一些交易所使用的是净额结算或持续净额结算系统。在一个持续净额结算系统里，交易双方对每一个证券净额结算。交割以对清算公司收据为准，而不是对交易对手的经纪自营商。1972 年，纽约证券交易所和美国证券交易所组成了证券工业自动化公司（SIAC），专门提供数据处理，并联合经营这两个交易所的结算公司。

纽约银行结算所联合证券行业于 1970 年成立了银行和证券业委员会（BASIC）。银行和证券业委员会最初建议使用 IBM 卡来取代股票证书，但这项努力被州法律阻止，州法律仍旧要求将发行股票证书作为所有权证据。然后，银行和证券业委员会认可了在某个中央存管机构持有股票的概念。股票的所有者将收到一个股票账户，而不是股票本身，这样就不必进行股票转移，所有者也不必存储股票了。银行和证券业委员会认为这种集中化可以显著减少证券转移行为。这种存放概念是以 1882 年在欧洲创建的股票

① Martin, *Securities Markets*, p. 22.

存放库为模版而建立的，在美国最初由纽约证券交易所的中央证书服务机构来设法实现这种存款功能。纽约证券交易所、美国证券交易所和全国证券交易商协会同意成立一个三方共同拥有的结算公司，即存款信托公司。存款信托公司很快开始处理大量的证券交易，并通过记账减少了股票的实际交付数量。

国会于1975年修订了《1934年证券交易法》，授权由SEC去负责建立国家证券交易结算和清算系统，还包括对证券转移代理和结算机构的监管。关于谁将对转移行为拥有监管权力，在国会引发了一场争斗。SEC希望在银行从事转移业务时对其进行监管，但银行监管机构抵制这种管辖权。这场斗争最终通过1975年对联邦证券法的修正案得以解决，从法律上基本确立了SEC和银行监管机构的联合监管模式。

股票证书引发了其他问题。1968年，华尔街失窃和被盗的证券总额超过5 000万美元。在文案危机期间，这个数字激增。1971年头6个月，据报告有近5亿美元的证券丢失或被盗。“几乎没有一天是在没有新闻界报道有关证券经纪公司被盗或失踪的报道中度过的，涉及金额常常是成百上千的，有时甚至高达数百万美元。”[①] 一名职员通过一份折叠的报纸从经纪公司偷出价值100多万美元的证券。[②] “一个戴兜帽的证人在纽约州议会的一个委员会作证时说，偷证券是多么容易啊”。[③]

1969年召开了一次行业会议，讨论如何控制丢失和被盗的证券。解决方案是“CUSIP”，它创建了一种追踪证券所有权的方法。这个系统是由美国银行业协会统一安全程序委员会开发的。该委员会建立了一种用于证券转让和结算的自动化处理的通用编号系统。号码由标准普尔的CUSIP服务局分配。1975年，证券交易委员会建立了一个报告系统，要求金融机构报告丢失、伪造和被盗的证券，同时设立了证券信息中心作为接收丢失和被盗证券报告的中央设施，并将丢失和被盗证券信息维护在数据库中。SEC在《不安全和不

---

① *Thom v. New York Stock Exchange*, 306 F. Supp. 1002, 1005 (S. D. N. Y. 1969).

② Leo M. Loll and Julian G. Buckley, *The Over-the-Counter Securities Markets*, p. 197.

③ Brooks, *Go-Go Years*, p. 195.

健全行为研究》之后采用的另一个规则，要求对证券经纪自营商的员工采用指纹识别。SEC 发现，经纪自营商雇用具有犯罪背景的个人，他们会利用自己的职位窃取证券和资金。SEC 规定所有经纪人的指纹必须提交联邦政府审查和识别。

结　论

20 世纪的前 70 年，美国金融业面临的挑战比以往任何时候都要多。20 世纪开始，所有行业出现了发展为全国性企业的持续整合，美国钢铁公司成为这些企业中规模最大的。这些巨大的合并是投资银行家促成的，其中 J. P. 摩根最为突出。他们的努力被黑幕揭发者、抵制派和在法庭上以西奥多·罗斯福总统和他的司法部为代表的反托拉斯派所攻击。尽管如此，投资银行家们还是能够推动合并继续，或解决大部分的反对意见。

1907 年恐慌使投资银行家们的合并达到高峰。此事件对他们而言，可以称为一场胜利。J. P. 摩根的英雄们在一场难以想象的金融灾难中拯救了国家。然而，这一事件的突然性和强烈程度让这个国家感到震惊。人们提出疑问，为什么会有恐慌？投资银行家们很快就失去了其英雄的衣钵，反过来成了替罪羊。国会议员查尔斯·林德伯格（Charles Linderbergh）呼吁对货币托拉斯进行调查，这触动了到今天仍然存在的美国精神的敏感神经。1907 年的恐慌还有其他的影响。由纳尔逊·奥尔德里奇参议员主持的货币委员会是对这场灾难性事件的回应。这将导致今天位于美国金融中心的联邦储备体系的建立。当然，美联储并没有立即取得成功。在它成为执行货币政策的有效工具之前，还要经历漫漫长路。

1907 年恐慌有另一个副产品，那就是休斯委员会和普约委员会进行的调查。他们的工作产生的立法虽然意义不大，但这些工作为后来那些对金融领域造成普遍和深入的管制影响的调查奠定了基础。有趣的是，阿姆斯特朗委员会

早先对保险公司的调查让该行业逃脱了联邦监管。由于保险公司不被允许投资于股票，他们逃过了20世纪20年代在调查期间引起国会意见并导致银行、证券和商品期货行业接受联邦监管的风险。非预期后果的学说确实是活生生的，且非常奏效。事实上，阿姆斯特朗委员会的“改革”导致公司资产负债表偏向于债务而不是资产，然而为使该委员会的工作得到赞誉，这一事实必须被忽视。

J. P. 摩根在1913年的灭亡标志着一个金融时代的结束，但第一次世界大战引发了另一个时代。美国在这场冲突中首次向世界展示了巨大的财政实力。美国提供的资金用于资助这场战争的金额在当时是惊人的。而这些巨额资金大多由投资银行家提供，对国内经济的干扰很少。更令人惊讶的是自由贷款运动，通过这项运动，与政府合作的投资银行家们筹集了数十亿美元。自由贷款显露出一个广阔的、新的金融市场——美国的普通消费者。

股票经纪人很快意识到证券零售市场的重要性，这样的销售将是许多经纪自营商的焦点。银行也意识到其重要性，并且成立证券附属公司来开发这个市场，在这过程中存在许多违规操作。这个市场发展的背后黑暗的事实是，并不复杂的零售客户可以很容易地被那些游弋于金融营地的无道德的欺诈者所利用。资本发行委员会并非第一个认识这种现象的机构。各州已经通过《蓝天法》等法案，禁止通过欺诈和欺骗向其公民出售无价值的证券。这些努力未尝奏效，因为各州对州际商业的监管有限制。资本发行委员会对联邦立法的呼声被置若罔闻。

第一次世界大战的结束导致了农业衰退，反过来又促成联邦政府对商品期货市场的监管。这种努力被证明是无效的。随着投资信托的增长，银行证券附属公司的零售销售额增加，以及保证金交易的广泛使用，证券市场很快繁荣起来。在20世纪20年代，国家充斥着投机狂欢，一直持续到1929年的市场崩溃。这是金融业的一个决定性时刻。它证实了黑幕揭发者、民粹主义者和进步派的所有怀疑，因为甚至在20世纪初之前他们就一直在攻击货币信托。金融现在是邪恶的，那些提供资金的人现在必须受到联邦政府的严密监管，以防止滥用。传统的智慧被铭刻在脑海中，对金融业再也不能任其自行发

展下去。

国会调查显示的过激行为以及大萧条的深度和持续发展促使联邦政府负责金融业的增长和运作。由于遍失信用,金融家成为罗斯福政府的替罪羊。事实上,政府不得不为这一崩溃承担一些责任。美联储在1929年股市崩盘前的几个月里所采取的行动,如果有的话,使情况变得更加不稳定。由此产生的银行业危机可能直接归咎于建立了由数以千计的薄弱且不足的机构组成的银行体系法律。更糟糕的是,这些已经疲弱的银行无法通过发行纸币来应对储户的挤兑,自从内战以来,这个解决方案就被禁止了。相反,他们被迫关门。当美国面临有史以来最严重的危机时,美联储只是袖手旁观。

这一局面加剧了对投资银行家的严厉抨击,因为这项新政使他们无法重新发挥作用。第二次世界大战的爆发使金融家恢复筹资活动。新政对金融有其他影响。存款保险的创立虽然被誉为美国银行业的救星,但只得到小银行的持续支持,而最终会使消费者损失数十亿美元。当通货膨胀驱使储户进入其他投资时,银行监管规定的利率限额和对银行投资的限制几乎将存款机构摧毁。

联邦证券法规定了更多的证券销售费用。它们对劝阻和惩罚那些利用不成熟的投资者的欺诈行为确实有有益的效果,但在今后几年被专门从事“罢工”诉讼的律师滥用,在很多案件中被用于敲诈和解。投资银行家从商业银行的剥离是遏制金融过度的另一项努力,但无从证明这种制裁的正当性,甚至参议员格拉斯也在采用一年后就寻求废除它。《格拉斯—斯蒂格尔法案》的限制最终在20世纪末被取消,但真正的消除仍需一场巨大的斗争。

第二次世界大战消除了经济萧条对金融业的众多影响。投资银行家基本上仍处于幕后,对超额利得税和其他税收的批评使他们不再获得会引起嫉妒和攻击的收益。战争的结束也标志着金融家们将引领的繁荣新时代的到来。政府在很大程度上置身事外,但在部分领域也有所涉足。《布雷顿森林协议》为稳定世界经济、建立人工汇率发挥了作用。只要经济稳定,它就能奏效。美联储从财政部独立出来,但它仍需数年时间才能弄清应该如何处理

这种自由。

20 世纪 50 年代的大部分时间属于平静的发展期。一些事情在酝酿之中。企业集团预示了一个并购活动和业务集中化的新时代的来临，这些业务将在国际和国内平台上开展竞争。股票市场恢复了活力，甚至超过了 1929 年的高点。机构投资者开始跃跃欲试。他们主要经营固定收益和私募投资市场，但共同基金越来越受欢迎，从而扩大了他们对股票的影响力。

肯尼迪政府面临着一个日益国际化的金融体系的挑战。随着通货膨胀对经济的冲击，政府发现自己无法通过实施管制来抵消来自海外的压力。随着各国以低于市场价格的美元赎回黄金，布雷顿森林体系也在分崩离析。这个国家又一次在经济悬崖边缘上摇摇欲坠。越南战争造成的通货膨胀和林登·约翰逊总统的社会规划所产生的巨额开支进一步扰乱了经济。

市场运营步履维艰。20 世纪 60 年代末的文案危机几乎使证券市场停滞不前。与此同时，银行刚刚开始经历通货膨胀对利润的影响。政府对银行和其他存款机构可以支付的利率设定的最高限额，使它们的产品越来越没有吸引力。通货膨胀造成的经济动荡也激发了对衍生工具的兴趣，这些工具既可用于投机价格变化，又可对冲此类事件的风险。在价格稳定的时期，衍生品只是一种洞悉其奥秘的发起人的机制，在一个价格快速变化的时期，衍生品将成为许多人选择的工具。一旦它们的价值暴露，金融家们便很快意识到，衍生品可以应用在传统的农业商品领域之外。货币、贵金属、利率，甚至股票将成为 20 世纪最后 25 年的衍生品交易的主题。

保险业受到了攻击。股票市场的增长和低回报率使得传统的寿险保单不像投资那样具有吸引力。可变年金的产生是与共同基金竞争以换取市场回报率的一种方式。然而，最高法院认为可变年金是一种证券产品。这带来双重后果。首先，保险公司在提供可变年金时成为 SEC 监管的对象。其次，因为它是一种证券，经纪自营商可以自行提供，这使他们进入了保险业，并成为传统的保险公司的竞争者。

20 世纪 70 年代开始的打击金融世界的事件，似乎在当时看来都是孤立的。然而，他们相互关联，将在那之前的单独的银行、证券、保险和衍生品行

业联系起来。他们还将为银行业的近乎彻底崩溃，尤其是该行业的储蓄部分埋下伏笔。在 20 世纪最后 25 年，证券业也将面临几近崩溃的局面，衍生品将在黎明到来之前使公司的资产负债表崩溃，而美国金融将作为世界经济的英雄出现在新千年的开端。这些事件将在下卷书中阐述。

参考文献

Abramson, Rudy. *Spanning the Century: The Life of W. Averell Harriman, 1891 – 1986.* New York: William Morrow, 1992.

Acheson, Dean. *Morning and Noon.* Boston: Houghton Mifflin, 1965.

Adams, Sherman. *Firsthand Report.* New York: Harper & Brothers, 1961.

Aldrich, Nelson W. *The Work of the National Monetary Commission.* S. Rpt. 406, 61st Cong. 2d sess., 1910.

Allen, Frederick Lewis. *The Lords of Creation.* New York: Harper & Brothers, 1935.

Ambrose, Stephen E. *Eisenhower: The President.* New York: Simon & Schuster, 1984.

Anderson, B. M., Jr. *Effects of the War on Money, Credit and Banking in France and the United States.* New York: Oxford University Press, 1919.

Auerbach, Ronald. *Historical Overview of Financial Institutions in the United States.* Washington: Federal Deposit Insurance Company, 1979.

Babson, Roger W. *Investment Fundamentals.* New York: Harper & Brothers, 1930.

Babson, Roger W. *Actions and Reactions.* New York: Harper & Brothers, 1935.

Baer, Julius B., and George P. Woodruff. *Commodity Exchanges.* New York: Harper & Brothers, 1929.

"The Bank for International Settlements." *The Economist*, May 3, 1997.

Bankers Trust Company. *The Changing Times of Bankers Trust Company: 75 Years.* New York: Bankers Trust, 1978.

Barnes v. Andrews, 298 F. 614 (S. D. N. Y. 1924).

Barry, John M. *Rising Tide: The Great Mississippi Flood of* 1927 *and How It Changed America.* New York: Simon & Schuster, 1997.

Baruch, Hurd. *Wall Street: Security Risk.* Washington: Acropolis Books, 1971.

Beckhart, Benjamin Haggott. *The New York Money Market.* Vol. 3, *Uses of Funds.* New York: Columbia University Press, 1932.

Bennett, Edward W. *Germany and the Diplomacy of the Financial Crisis, 1931.* Cambridge: Harvard University Press, 1962.

Berg, A. Scott. *Lindbergh.* New York: G. P. Putnam's Sons, 1998.

Berle, Adolf A., and Gardiner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property.* New York: Harcourt, Brace, World, 1968. (Original work published 1932.)

Bernstein, Peter L. *Capital Ideas: The Improbable Origins of Wall Street.* New York: Free Press, 1992.

Bernstein, Peter L. *The Power of Gold: The History of an Obsession.* New York: John Wiley & Sons, 2000.

Beyer, Laura Turner. "Introduction: North Carolina Banking in 1997: The Year in Review." *North Carolina Banking Institute 2* (1998): i – xv.

Black, hillel. *The Watchdogs of Wall Street.* New York: Arno Press, 1975.

Black, William Harman. *The Law of Stock Exchanges, Stockbrokers and Customers.* Vol. 1. St. Paul, MN: West/New York: Edward Thompson, 1940.

Board of Trade v. Olsen, 262 U. S. 1 (1923).

Bogart, Ernest Ludlow. *War Costs and Their Financing.* New York: D. Appleton, 1921.

Bogen, Jules T., and Herman E. Krooss. *Security Credit: Its Economic Role*

and Regulation. Englewood Cliffs, NJ: Prentice - Hall, 1960.

Born, Karl Erich. *International Banking in the 19th and 20th Centuries.* Leamington Spa, UK: Burg, 1983.

Bowden, Witt. *The Industrial History of the United States.* New York: Adelphi, 1930.

Boyle, James E. *Speculation and the Chicago Board of Trade.* New York: Macmillan, 1929.

Brandeis, Louis D. *Other People's Money and How the Brokers Use It.* New York: Frederick A. Stokes, 1932.

Brandes, Joseph. *Herbert Hoover and Economic Diplomacy.* Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1962.

Brendon, Piers. *The Dark Valley: A Panorama of the 1930s.* Alfred A. Knopf, 2000.

Broehl, Wayne G., Jr. *Cargill: Trading the World's Grain.* Hanover, NH: University Press of New England, 1992.

Brooks, John. *The Go - Go Years.* New York: E. P. Dutton, 1984.

Brown, Stanley H. *Ling: The Rise, Fall, and Return of a Texas Titan.* New York: Atheneum, 1972.

Brushaber v. Union Pacific Railroad Co., 240 U. S. 1 (1916).

Bryant, Keith L., Jr., and Henry C. Dethloff. *A History of American Business.* Englewood Cliffs, NJ: Prentice - Hall, 1983.

Buck, James E., ed., *The New York Stock Exchange: The First 200 Years.* Essex, CT: Greenwich, 1992.

Buley, R. Carlyle. *The Equitable Life Assurance Society of the United States, 1859 - 1964.* New York: Appleton - Century - Crofts, 1967.

Burr, Anna R. *The Portrait of a Banker: James Stillman.* New York: Duffield, 1927.

"Business & Finance." *Time*, June 14, 1948, p. 90.

Calder, Lendol. *Financing the American Dream: A Cultural History of Consumer Credit.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.

Caldwell v. Sioux Falls Stockyard Co., 242 U. S. 559 (1917).

Cannon, James G. *Clearing Houses.* London: Smith Elder, 1910.

Capatides, Michael G. *A Guide to the Capital Markets Activities of Banks and Bank Holding Companies.* New York: Bowne, 1990.

Carosso, Vincent P. *Investment Banking in America: A History.* Cambridge: Harvard University Press, 1970.

Carpenter v. Danforth, 52 Barbour 581 (1868).

Chamberlain, Lawrence. *The Work of the Bond House.* New York: Moody's Magazine, 1912.

Chandler, Alfred D., Jr., and Stephen Salsbury. *Pierre S. Du Pont and the Making of the Modern Corporation.* New York: Harper & Row, 1971.

Chandler, Lester V. *Benjamin Strong, Central Banker.* Washington: Brookings Institution, 1958.

Chandler, Lester V., and Stephen M. Goldfeld. *The Economics of Money and Banking.* 7th ed. New York: Harper & Row, 1977.

Chatfield, Michael. *A History of Accounting Thought.* Huntington, NY: R. E. Krieger, 1977.

Chernow, Ron. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance.* New York: Atlantic Monthly Press, 1990.

Chernow, Ron. *Titan: The Life of John D. Rockefeller, Sr.* New York: Random House, 1998.

"Chevrolet Oct. Output Up 32%." *Wall Street Journal*, November 2, 1929, p. 1.

Churchill, Winston S. *The Gathering Storm.* Boston: Houghton Mifflin, 1948.

Churchill, Winston S. *Memoirs of the Second World War.* Boston: Houghton Mifflin, 1987.

Clements, Kendrick A. *Woodrow Wilson: World Statesman.* Boston: Twayne, 1987.

Cleveland, Harold van B., and Thomas F. *Huertas. Citibank, 1812 – 1970.* Cambridge: Harvard University Press, 1985.

Collier, Peter, and David Horowitz. *The Kennedys: An American Drama.* New York: Summit Books, 1984.

Collman, Charles Albert. *Our Mysterious Panics, 1830 – 1930.* New York: William Morrow, 1931.

Commission on Money and Credit. *The Report of the Commission on Money and Credit: Money and Credit: Their Influence on Jobs, Prices, and Growth.* Englewood Cliffs, NJ: Prentice – Hall, 1961.

Committee on Banking, Currency and Housing. *Financial Institutions and the Nation's Economy (FINE)*: Discussion of Principles. 94th Cong., 1st sess., 1975.

"Congress Investigates 'Short Selling' Practices." *Congressional Digest* 11, No. 12 (1932): 289.

Cormier, Frank. *Wall Street's Shady Side.* Washington: Public Affairs Press, 1962.

Cowing, Cedric B. *Populists, Plungers, and Progressives.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 1965.

Cruikshank, George. "Savings Shortage." *Wall Street Journal*, May 2, 1955, p. 1.

Cunningham, Robert, III, and Robert M. Cunningham, Jr. *The Blues: A History of the Blue Cross and Blue Shield System.* DeKalb: Northern Illinois University Press, 1997.

Curcio, Vincent. *Chrysler: The Life and Times of an Automotive Genius.* Oxford, UK: Oxford University Press, 2000.

D'Arista, Jane W. *The Evolution of U.S. Finance: Federal Reserve Monetary Policy, 1915 – 1935.* Vol. 1. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.

D'Arista, Jane W. *The Evolution of U. S. Finance: Restructuring Institutions and Markets.* Vol. II. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.

Dallek, Robert. *Lone Star Rising: Lyndon Johnson and His Times, 1908 – 1960.* New York: Oxford University Press, 1991.

Dallek, Robert. *Flawed Giant: Lyndon Johnson and His Times, 1961 – 1973.* New York: Oxford University Press, 1998.

Damato, Karen. "The Next Century: Trying to Play a Market Crash." *Wall Street Journal*, October 28, 1996, p. C1.

Davies, Nick. *Death of a Tycoon.* New York: St. Martin's Press, 1992.

Davis, John H. *The Kennedys: Dynasty and Disaster, 1848 – 1983.* New York: McGraw – Hill, 1984.

De Bedts, Ralph F. *The New Deal's SEC: The Formative Years.* New York: Columbia University Press, 1964.

"Decade Saw Advent of SEC, Revamping of Stock Exchange" *Wall Street Journal*, January 2, 1940, p. 16.

Degen, Robert A. *The American Monetary System. Lexington*, MA: Lexington Books, 1987.

Dewey, Davis Rich. *Financial History of the United States.* New York: Longmans, Green, 1928.

Dice, Charles A., et al. *The Stock Market.* New York: McGraw – Hill, 1966.

Dickson v. Uhlmann Grain Co., 288 U. S. 188 (1932).

"Disaster and Ruin in Falling Market." *New York Times*, May 1, 1901, p. 1.

"Diversifications." *New York Times*, October 4, 1929, p. 9.

Doerflinger, Thomas M., and Jack L. Rivkin. *Risk and Reward: Venture Capital and the Making of America's Great Industries.* New York: Random House, 1987.

Donovan, Robert J. *Conflict and Crisis: The Presidency of Harry S Truman, 1945 – 1948.* New York: W. W. Norton, 1977.

Dos Passos, John R. *A Treatise on the Law of Stock – Brokers and Stock*

Exchanges. New York: Greenwood Press, 1968. (Original work published 1882.)

Douglas, William O. *Go East Young Man*. New York: Random House, 1974.

Dower, John W. *Embracing Defeat: Japan in the Wake of World War II*. New York: W. W. Norton, 1993.

Dublin, Jack. *Credit Unions: Theory and Practice*. Detroit: Wayne State University, 1966.

Du Boff, Richard B. *Accumulation and Power: An Economic History of the United States*. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1989.

Edwards, George W. *The Evolution of Finance Capitalism*. New York: Augustus M. Kelley, 1967. (Original work published 1938.)

Eichengreen, Barry. *Globalizing Capital. Princeton*, NJ: Princeton University Press, 1996.

Eichenwald, Kurt. *Serpent on the Rock*. New York: HarperBusiness, 1995.

Elias, Christopher. *The Dollar Barons*. New York: Macmillan, 1973.

Elias, Herbert Christopher. *Fleecing the Lambs*. Chicago: Henry Regnery, 1971.

Endlich, Lisa. *Goldman Sachs: The Culture of Success*. New York: Alfred A. Knopf, 1999.

Farrell, Maurice L. "Oil Companies Seek to Revive Autoists' 'Charge It' Habit." *Wall Street Journal*, June 2, 1947, p. 1.

Fearon, Peter. War, *Prosperity and Depression: The U. S. Economy, 1917–45*. Lawrence: University Press of Kansas, 1987.

Federal Trade Commission. *Report of the Federal Trade Commission on the Grain Trade, Terminal Grain Markets and Exchanges*, Vol. 2. Washington, D. C.: FTC, 1920.

Fischer, Gerald C. *American Banking Structure*. New York: Columbia University Press, 1968.

"Foreign Securities Sales Remain Slack Despite Settlement of Tax Questions."

Wall Street Journal, October 1, 1964, p. 1.

Fowler, John Francis, Jr. *Introduction to Wall Street.* New York: Harper & Brothers, 1930.

Frederick, J. George. *The Real Truth About Short Selling.* New York: Business Bourse, 1932.

Freidel, Frank. Franklin D. *Roosevelt: A Rendezvous with Destiny.* Boston: Little, Brown, 1990.

Fridson, Martin S. *It Was a Very Good Year: Extraordinary Moments in Stock Market History.* New York: John Wiley & Sons, 1998.

Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867 – 1960.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963.

Friend, Irwin, et al. *Investment Banking and the New Issues Market.* Cleveland: World, 1967.

Funston, G. Keith. *Wanted: More Owners of American Business.* Cambridge, MA: Harvard Graduate School of Business Administration, 1954.

Galbraith, John Kenneth. *The Great Crash, 1929.* Boston: Houghton Mifflin, 1988.

Garraty, John A. *Right – Hand Man: The Life of George W. Perkins.* New York: Harper & Brothers, 1960.

Geisst, Charles R. *Wall Street: A History.* New York: Oxford University Press, 1997.

Gilbert, Martin. *A History of the Twentieth Century, 1900 – 1933.* Vol. 1. New York: William Morrow, 1997.

Gilbert, Martin. ed. *A History of the Twentieth Century, 1952 – 1999.* Vol. 3. New York: William Morrow, 1999.

Goldsmith, Raymond W. *Institutional Investors and Corporate Stock: A Background Study.* New York: National Bureau of Economic Research, 1973.

Goodwin, Doris Kearns. *No Ordinary Time: Franklin & Eleanor Roosevelt: The*

Home Front in World War II. New York: Simon & Schuster, 1994.

Gordon, John Steele. "History Repeats in Finance Company Bailouts." *Wall Street Journal*, October 7, 1998, p. A22.

Gordon, John Steele. *The Great Game: The Emergence of Wall Street as a World Power, 1653 – 2000.* New York: Scribner, 1999.

Gordon, John Steele. "Give Credit Where It Is Due." *Wall Street Journal*, May 25, 2000, p. 26.

Grant, James. *Bernard M. Baruch.* New York: Simon & Schuster, 1983.

Grant, James. *Money of the Mind: Borrowing and Lending in America from the Civil War to Michael Milken.* New York: Farrar, Straus, Giroux, 1992.

Grayson, Theodore J. *Investment Trusts, Their Origin, Development, and Operation.* New York: John Wiley & Sons, 1928.

Grayson, Theodore J. *Leaders and Periods of American Finance.* New York: John Wiley & Sons, 1932.

Greider, William. *Secrets of the Temple.* New York: Simon & Schuster, 1987.

Greising, David, and Laurie Morse. *Brokers, Bagmen, and Moles.* New York: John Wiley & Sons, 1991.

Groner, Alex. *The American Heritage History of American Business and Industry.* New York: American Heritage, 1972.

Gross, Daniel. *Forbes' Greatest Business Stories of All Time.* New York: John Wiley & Sons, 1996.

Grossman, Peter Z. *American Express: The Unofficial History of the People Who Built the Great Financial Empire.* New York: Crown, 1987.

Hall v. Geiger – Jones Co., 242 U. S. 539 (1917).

Halliburton, Robert A. "The Real Estate Bond House." Ph. D. diss., Columbia University, 1939.

Hamilton, Nigel. *JFK: Reckless Youth.* New York: Random House, 1996.

Harbrecht, Paul P. *Pension Funds and Economic Power.* New York: Twentieth

Century Fund, 1969.

Hardeman, D. B., and Donald C. Bacon. *Rayburn: A Biography.* Austin: Texas Monthly Press, 1987.

Hardy, Charles O. *Wartime Control of Prices.* Washington: Brookings Institution, 1940.

Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Pick.) 454 (1830).

Harwood, E. C., and Robert L. Blair. *Investment Trusts and Funds from the Investor's Point of View.* Cambridge, MA: American Institute for Economic Research, 1937.

Hawley, Ellis W. *The New Deal and the Problem of Monopoly.* New York: Fordham University Press, 1995.

Hector, Gary. *Breaking the Bank: The Decline of BankAmerica.* Boston: Little, Brown, 1988.

Henriques, Diana B. *Fidelity's World.* New York: Scribner, 1995.

Henriques, Diana B. *The White Sharks of Wall Street.* New York: Lisa Drew/Scribner, 2000.

Hill v. Wallace, 259 U.S. 44 (1922).

Himmelberg, Robert F. *Business and Government in America Since 1870.* Vol 1. New York: Garland, 1994.

Hirsch v. du Pont, 553 F.2d 750 (2d Cir. 1977).

Hoffman, G. Wright. *Future Trading upon Organized Commodity Markets in the United States.* Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1932.

Holbrook, Stewart H. *The Age of the Moguls.* Garden City, NY: Doubleday, 1953.

Homer, Sidney. *A History of Interest Rates.* New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, 1963.

Hoops, Townsend, and Douglas Brinkley. *Driven Patriot: The Life and Times of James Forrestal.* New York: Alfred A. Knopf, 1992.

Howden Smith, Arthur D. *Men Who Run America.* Indianapolis: Bobbs – Merrill, 1936.

Hoyt, Edwin P. , Jr. *The House of Morgan.* New York: Dodd, Mead, 1966.

Hubbard v. Lowe, 226 F. 135 (S. D. N. Y. 1915) .

Huebner, S. S. , and Kenneth Black, Jr. *Life Insurance.* Englewood Cliffs, NJ: Prentice – Hall, 1982.

Institutional Investor. *The Way It Was: An Oral History of Finance, 1967 – 1987.* Novoto, CA: William Morrow, 1988.

Investment Company Institute. *The Money Managers.* New York: McGraw – Hill, 1967.

Investment Co. Institute v. Camp, 401 U. S. 617 (1971) .

Jacobs, Lawrence M. *Bank Acceptances.* Washington: Government Printing Office, 1910.

Jensen, Michael C. *The Financiers.* New York: Weybright & Talley, 1976.

Johnson, Paul. *Modern Times: The World from the Twenties to the Nineties.* New York: Harper Perennial, 1992.

Jones, Jesse H. *Fifty Billion Dollars: My Thirteen Years With the RFC (1932 – 1945)* . New York: Macmillan, 1951.

Kaplan, Gilbert Edmund, and Chris Welles. *The Money Managers.* New York: Random House, 1969.

Keller, Morton. *The Life Insurance Enterprise, 1885 – 1910.* Cambridge, MA: Belknap Press, 1963.

Kendall, Leon T. "*The Chicago Board of Trade and the Federal Government: A Study of Their Relationship, 1848 – 1932.*" Ph. D. diss. , School of Business of Indiana University, 1956.

Kenen, Peter B. , ed. *Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods.* Washington: Institute for International Economics, 1994.

Kennedy, David M. *Freedom from Fear: The American People in Depression*

and War, 1929 - 1945. New York: Oxford University Press, 1999.

Kent, Frank R. *The Story of Alexander Brown & Sons, 1800 - 1975.* Baltimore: Barton - Gillet, 1975.

Kessler, Ronald. *The Sins of the Father.* New York: Warner, 1996.

Kessner, Thomas. Fiorello H. *La Guardia and the Making of Modern New York.* New York: McGraw - Hill, 1989.

Ketchum, Richard M. *The Borrowed Years: America on the Way to War, 1938 - 1941.* New York: Random House, 1989.

Keynes, John Maynard. *A Tract on Monetary Reform.* London: Macmillan, 1923.

Kindleberger, Charles T. *Manias, Panics, and Crashes.* New York: Basic Books, 1989.

Kirsch, Clifford E., ed. *The Financial Services Revolution: Understanding the Changing Role of Banks, Mutual Funds, and Insurance Companies.* Chicago: Irwin, 1997.

Klebaner, Benjamin J. *Commercial Banking in the United States: A History. Hinsdale*, IL: Dryden Press, 1974.

Klingaman, William K. *1919: The Year Our World Began.* New York: St. Martin's Press, *1987.*

Klingaman, William K. *1929: The Year of the Great Crash.* New York: Harper & Row, 1989.

Krooss, Herman E., and Martin R. Blyn. *A History of Financial Intermediaries.* New York: Random House, 1971.

Lamont, Thomas W. *Henry P. Davison.* New York: Harper & Brothers, 1933.

Lash, Joseph P. *Dealers and Dreamers.* New York: Doubleday, Page, 1988.

Lederman, Jess, and Robert A. Klein, eds. *Hedge Funds.* Chicago: Irwin, 1995.

Leffler, George L. *The Stock Market.* New York: Ronald Press, 1963.

Leinsdorf, David, and Donald Etra. *Citibank: Ralph Nader's Study Group Re-*

port on First National City Bank. New York: Grossman, 1974.

Life Insurance Association of America. *Life Insurance Companies as Financial Institutions: A Monograph Prepared for the Commission on Money and Credit*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice – Hall, 1963.

Liman, Arthur L. *Lawyer: A Life of Counsel and Controversy*. New York: Public Affairs, 1998.

Loll, Leo M. , and Julian G. Buckley. *The Over – the – Counter Securities Markets*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice – Hall, 1981.

"London Cable." *Wall Street Journal*, May 2, 1942, p. 1.

Loomis, Carol J. "Living It Up in a Salomonized World." *Fortune*, April 1970, p. 73.

Loss, Louis. *Securities Regulation*. Boston: Little, Brown, 1951.

Loss, Louis, and Edward M. Cowett. *Blue Sky Law*. Boston: Little, Brown, 1958.

Lowenstein, Roger. *Buffett: The Making of an American Capitalist*. New York: Random House, 1995.

Lundberg, Ferdinand. *America's 60 Families*. New York: Halcyon House, 1939.

Lyons, Eugene. *Herbert Hoover, A Biography*. Garden City, NY: Doubleday, Page, 1964.

Macey, Jonathan R. , and Geoffrey P. Miller. *Banking Law and Regulation*. New York: Aspen Law & Business, 1997.

Madsen, Axel. *The Deal Maker: How William C. Durant Made General Motors*. New York: John Wiley & Sons, 1999.

Manchester, William. *The Last Lion: Winston Spencer Churchill: Visions of Glory, 1874 – 1932*.

Boston: Little, Brown, 1988.

Markham, Jerry W. *The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation*. New York: Praeger, 1987.

Markham, Jerry W. "Manipulation of Commodity Futures Prices: The Unpros-

ecutable Crime." *Yale Journal on Regulation* 8 (1991): 281 - 378.

Martin, William McChesney, Jr. *The Securities Markets.* New York: New York Stock Exchange, 1971.

Matusow, Allen J. *Nixon's Economy: Booms, Busts, Dollars, and Votes.* Lawrence: University Press of Kansas, 1998.

Mayer, Martin. *Wall Street: Men and Money.* New York: Collier Books, 1962.

Mayer, Martin. *The Bankers.* New York: Weybright & Talley, 1974.

Mayer, Martin. *Nightmare on Wall Street.* New York: Simon & Schuster, 1993.

McCoy, Donald R. *Calvin Coolidge: The Quiet President.* New York: Macmillan, 1967.

McCullough, David. *Truman.* New York: Simon & Schuster, 1992.

Meeker, J. Edward. *The Work of the Stock Exchange.* New York: Ronald Press, 1930.

Merrick v. N. W. Halsey & Co., 242 U. S. 568 (1917).

Meyer, Charles H. *The Law of Stockbrokers and Stock Exchanges and of Commodity Brokers and Commodity Exchanges.* New York: Baker Voorhis, 1931.

Miller, Nathan. *Theodore Roosevelt: A Life.* New York: William Morrow, 1992.

Moody, John. *The Masters of Capital: A Chronicle of Wall Street.* New Haven, CT: Yale University Press, 1919.

Morris, Charles R. *Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen.* New York: Times Business, 1999.

Myers, Margaret G. *The New York Money Market: Origins and Developments.* New York: Columbia Press, 1931.

Myers, Margaret G. *A Financial History of the United States.* New York: Columbia University Press, 1970.

Nadler, Marcus, et al. *The Money Market and Its Institutions.* New York: Ron-

ald Press, 1955.

"National Banks." *Wall Street Journal*, September 4, 1945, p. 1.

National Consumer Finance Association. *The Consumer Finance Industry*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice - Hall, 1962.

National Industrial Conference Board. *Employee Stock Purchase Plans in the United States*. New York: National Industrial Conference Board, 1928.

National Monetary Commission. *The Independent Treasury of the United States and Its Relations to the Banks of the Country*. 61st Cong., 2d sess., 1910.

"Market on a High - Wire - Done That? Flashbacks to '60s Echo 'New Paradigm' Talk." *Wall Street Journal*, January 18, 2000, p. C1.

New York Mercantile Exchange. *A History of Commerce at the New York Mercantile Exchange*. New York: New York Mercantile Exchange, 1988.

Norman v. Baltimore & Ohio R. R. Co., 294 U. S. 240 (1935).

"The Northern Pacific Corner Now Broken." *New York Times*, May 10, 1901, p. 1.

O'Barr, William M., and John M. Conley. *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1993.

O'Boyle, Thomas F. *At Any Cost: Jack Welch, General Electric, and the Pursuit of Profits*. New York: Albert A. Knopf, 1998.

"Option Opulence." *Wall Street Journal*, February 1, 1955, p. 1.

Partnoy, Frank. "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies." *Washington University Law Quarterly* 77 (1999): 619 - 712.

Patterson, James T. *Grand Expectations: The United States, 1945 - 1974*. New York: Oxford University Press, 1996.

The Patton Museum of Cavalry & Armor. United States Bullion Depository, N. p., n. d.

Peach, W. Nelson. *The Security Affiliates of National Banks*. Baltimore: Johns

Hopkins University Press, 1941.

Pecora, Ferdinand. *Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers*. Clifton, NJ: Augustus M. Kelley, 1973. (Original work published 1939.)

Perlo, Victor. *The Empire of High Finance*. New York: International, 1957.

Perret, Geoffrey. *Old Soldiers Never Die*. New York: Random House, 1996.

Perret, Geoffrey. *Eisenhower*. New York: Random House, 1999.

Philadelphia Stock Exchange. *Seeing with the Eye of Imagination*. Philadelphia: Philadelphia Stock Exchange, 1993.

Plummer, A. Newton. *The Great American Swindle, Incorporated*. New York: A. Newton Plummer, 1932.

Plummer, Wilbur C., and Ralph A. Young. *Sales Finance Companies and Their Credit Practices*. New York: National Bureau of Economic Research, 1940.

Pringle, Henry F. *Theodore Roosevelt: A Biography*. New York: Harcourt, Brace & World, 1956.

Prochnow, Herbert V., and Herbert V. Prochnow Jr., eds. *The Changing World of Banking*. New York: Harper & Row, 1974.

Raw, Charles, Bruce Page, and Godfrey Hodgson. "*Do You Sincerely Want to Be Rich?*": *The Full Story of Bernard Cornfeld and IOS*. New York: Viking Press, 1971.

Raymond, Ellsworth. *The Soviet State*. New York: New York University Press, 1978.

Redmond, George F. *Financial Giants of America*. Boston: Stratford, 1922.

Regan, Donald T. *A View from the Street*. New York: New American Library, 1972.

Regan, Donald T. *The Merrill Lynch Story*. New York: Newcomen Society, 1981.

Reich, Cary. *Financier: The Biography of Andre Meyer*. New York: William

Morrow, 1983.

Reich, Cary. *The Life of Nelson A. Rockefeller.* New York: Doubleday, Page, 1996.

Reis, Bernard J. *False Security: The Betrayal of the American Investor.* New York: Equinox Cooperative Press, 1937.

Robbins, Sidney. *The Securities Markets: Operations and Issues.* New York: Free Press, 1966.

Roberts, David Saul. "*Regulating the Securities Industry: The Evolution of a Government Policy.*" Ph. D. diss., Columbia University, 1969.

Rodelli, R. Nicholas. "The New Operating Standards for Section 20 Subsidiaries: The Federal Reserve Board's Prudent March Toward Financial Services Modernization." *North Carolina Banking Institute* 2 (1998): 311 – 43.

Rolo, Charles J., and George J. Nelson, eds. *The Anatomy of Wall Street.* Philadelphia: J. B. Lippincott, 1968.

Rousmaniere, John. *The Life and Times of the Equitable.* New York: Equitable Companies, 1995.

Sampson, Anthony. *The Money Lenders.* New York: Viking Press, 1981.

Schlesinger, Arthur M., Jr. *The Coming of the New Deal.* Boston: Houghton Mifflin, 1958.

Schlesinger, Arthur M., Jr. *A Thousand Days: John F. Kennedy in the White House.* Boston: Houghton Mifflin, 1965.

Schlesinger, Arthur M., Jr. *Robert Kennedy and His Times.* Boston: Houghton Mifflin, 1978.

Schubert, Aurel. *The Credit – Anstalt Crisis of 1931.* Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1991.

Schulte, Gary. *The Fall of First Executive: The House That Fred Carr Built.* New York: HarperBusiness, 1991.

Schultz, Ellen. "The Next Century: Volatile Stocks Marked the '30s." *Wall*

Street Journal, December 23, 1996, p. C1.

Schwarz, Jordan A. *The Speculator: Bernard Baruch in Washington, 1917 - 1965*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1981.

Scroggs, William O. *A Century of Banking Progress*. Garden City, NY: Doubleday, Page, 1924.

SEC v. National Securities, Inc., 393 U. S. 453 (1969).

Herbert D. Seibert & Co. *The Business and Financial Record of World War Years*. New York: Arno Press, 1975.

Seligman, Ben B. *The Potentates: Business and Businessmen in American History*. New York: Dial Press, 1971.

Seligman, Joel. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. Boston: Northeastern University Press, 1995.

Shultz, William J., and M. R. Caine. *Financial Development of the United States*. New York: Prentice - Hall, 1937.

Smith, Roy C. *The Money Wars: The Rise and Fall of the Great Buyout Boom of the 1980s*. New York: Dutton, 1990.

Sobel, Robert. *The Big Board: A History of the New York Stock Market*. New York: Collier - Macmillan, 1965.

Sobel, Robert. *Panic on Wall Street*. New York: Macmillan, 1968.

Sobel, Robert. *The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange*. New York: Macmillan, 1970.

Sobel, Robert. *AMEX: A History of the American Stock Exchange, 1921 - 1971*. New York: Weybright & Talley, 1972.

Sobel, Robert. *N. Y. S. E.: A History of the New York Stock Exchange, 1935 - 1975*. New York: Weybright & Talley, 1975.

Sobel, Robert. *Inside Wall Street: Continuity and Change in the Financial District*. New York: W. W. Norton, 1977.

Solomon, Robert. *The International Monetary System, 1945 – 1981.* New York: Harper & Row, 1982.

Soule, George. *Prosperity Decade.* Vol. 5. London: Pilot Press, 1947.

Sparling, Earl. *Mystery Men of Wall Street: The Powers Behind the Market.* New York: Greenberg, 1930.

Spiegel, John, Allen Gart, and Steven Gart. *Banking Redefined: How Superregional Powerhouses Are Reshaping Financial Services.* Chicago: Irwin, 1996.

"Standard Oil Co. (N. J.)." *Wall Street Journal*, August 1, 1945, p. 1.

Stedman, Edmund C. *The New York Stock Exchange.* New York: Greenwood Press, 1969. (Original work published 1905.)

Stein, Herbert. "The Model of a Modern Central Banker." *Wall Street Journal*, August 7, 1998, p. A10.

Stewart, Blair. *An Analysis of Speculative Trading in Grain Futures: Technical Bulletin No. 1001.* Washington: USDA, Commodity Exchange Administration, 1978. (Original issued 1949.)

Strouse, Jean. *Morgan: American Financier.* New York: Random House, 1999.

Swaine, Robert T. *The Cravath Firm and Its Predecessors, 1819 – 1948.* New York: Ad Press Ltd., 1948.

Swan, Edward J. "The United States: The Rise and Decline of Futures Trading in America." *Futures and Derivatives Law Review* 3 – 41 (1994).

Sylla, Richard Eugene. *The American Capital Market, 1846 – 1914.* New York: Arno Press, 1975.

Tamarkin, Bob. *The New Gatsbys: Fortunes and Misfortunes of Commodity Traders.* New York: William Morrow, 1985.

Tamarkin, Bob. *The MERC: The Emergence of a Global Financial Powerhouse.* New York: HarperBusiness, 1993.

Temporary National Economic Committee. *Investigation of Concentration of Economic Power.* 76th Cong., 3d sess. Washington: U. S. Government Printing Office,

1940.

Temporary National Economic Committee. Monograph No. 17 (Problems of Small Business). 76th Cong., 3d sess. Washington: Government Printing Office, 1941.

Temporary National Economic Committee. Monograph No. 28 (Study of Legal Reserve of Life Insurance Companies). 76th Cong., 3d sess. Washington: Government Printing Office, 1940.

Temporary National Economic Committee. Monograph No. 28A (Study of Life Insurance). 76th Cong., 3d sess. Washington: Government Printing Office, 1941.

Thom v. New York Stock Exchange, 306 F. Supp. 1002 (S. D. N. Y. 1969).

Thomas, Dana L. *The Plungers and the Peacocks.* New York: William Morrow, 1989.

Thomas, Gordon, and Max Morgan - Witts. *The Day the Bubble Burst: A Social History of the Wall Street Crash of 1929.* Garden City, NY: Doubleday, Page, 1979.

Timmons, Bascom N. Jesse H. *Jones: The Man and the Statesman.* New York: Henry Holt, 1956.

Train, John. *Famous Financial Fiascos.* New York: C. N. Potter, 1985.

Trescott, Paul B. *Financing American Enterprise.* New York: Harper & Row, 1963.

Twentieth Century Fund. *Stock Market Control.* New York: D. Appleton - Century, 1934.

Twentieth Century Fund. *The Security Markets.* New York: D. Appleton - Century, 1935.

Tyler, Poyntz, ed. Securities, *Exchanges and the SEC.* New York: H. W. Wilson, 1965.

United States v. Morgan, 118 F. Supp. 621 (S. D. N. Y. 1953).

United States v. Patten, 226 U. S. 525 (1913).

United States v. Philadelphia National Bank, 374 U. S. 321 (1963).

"U. S. Completed Its 100, 000th War Plane Monday." *Wall Street Journal*, June 1, 1943, p. 1.

U. S. Congress Office of Technology Assessment. *Electronic Bulls and Bears: U. S. Securities Markets & Information Technology*. Washington: Office of Technology Assessment, 1990.

U. S. Department of Agriculture. *Report of the Chief of the Grain Futures Administration*. Washington: USDA, 1930.

U. S. Department of Agriculture. *Report of the Chief of the Grain Futures Administration*. Washington: USDA, 1935.

U. S. House of Representatives. *Report of the Committees Appointed Pursuant to House Resolution 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit*. 62d Cong., 3d sess., 1913.

U. S. House of Representatives. H. Rpt. 1593. 62d Cong., 3d sess., 1913.

U. S. House of Representatives. Subcommittee of the Committee on Banking and Currency. *Money Trust Investigation: Investigation of Financial and Monetary Conditions in the United States Under House Resolutions Nos. 429 and 504*. 62d Cong., 3d sess., 1913.

U. S. House of Representatives. Capital Issues Committee. *Report of Capital Issues Committee*. H. Rpt. 1485, 65th Cong., 3d sess., 1918.

U. S. House of Representatives. Committee on Agriculture. *Futures Trading: Hearings Before the House Committee on Agriculture*. 66th Cong., 3d sess., 1921.

U. S. House of Representatives. *Report of the Joint Commission of Agricultural Inquiry: Credit*, H. Rpt. 408. 67th Cong., 1st sess., 1921.

U. S. House of Representatives. H. Rpt. 1095. 67th Cong., 2d sess., 1922.

U. S. House of Representatives. Committee on Agriculture. *Commodity Short Selling: Hearings Before the House Committee on Agriculture*. 72d Cong., 1st sess., 1932.

U. S. House of Representatives. H. Rpt. . 85. 73d Cong. , 1st sess. , 1933.

U. S. House of Representatives. *Regulation of Grain Exchanges*: *Hearing Before the House Committee on Agriculture on H. R. 8829.* 73d Cong. , 2d sess. , 1934.

U. S. House of Representatives. H. Rpt. 421. 74th Cong. , 1st sess. , 1935.

U. S. House of Representatives. *Securities and Exchange Commission. Investment Trusts and Investment Companies.* H. Rpt. 707, 75th Cong. , 3d sess. , 1938.

U. S. House of Representatives. *Securities and Exchange Commission. H.* Rpt. 2235. 86th Cong. , 2d sess. , 1960.

U. S. House of Representatives. Securities and Exchange Commission. *Report of the Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission*, Part I, H. Rpt. No. 95. 88th Cong. , 1st sess. , 1963.

U. S. House of Representatives. *Subcommittee on Domestic Finance of the House Committee on Banking and Currency. Commercial Banks and Their Trust Activities*: *Emerging Influence on the American Economy.* 90th Cong. , 2d sess. , 1968.

U. S. House of Representatives. *Study of Unsafe and Unsound Practices of Brokers and Dealers.* 92d Cong. , 2d sess. , 1971.

U. S. House of Representatives. *Staff Report of the Subcommittee on Domestic Finance of the House Committee on Banking and Currency.* Federal Reserve Structure and the Development of Monetary Policy: 1915 – 1935. 92d Cong. , 1st sess. , 1971.

U. S. House of Representatives. *Subcommittee on Commerce and Finance of the House Committee on Interstate and Foreign Commerce.* Hearings on H. R. 14567, H. R. 14826, and S. 3876. 92d Cong. , 2d sess. , 1972.

U. S. Senate. S. Rpt. 212. 67th Cong. , 1st sess. , 1921.

U. S. Senate. Fluctuations in Wheat Futures. S. Rpt. 135, 69th Cong. , 1st sess. , 1926.

U. S. Senate. S. Rpt. 843. 72d Cong. , 1st sess. , 1932.

U. S. Senate. Securities Act: Hearings Before the Senate Committee on Bank-

ing and Currency on S.

875. S. Rpt. 875. 73d Cong. , 1st sess. , 1934.

875. S. Rpt. 1455. 73d Cong. , 2d sess. , 1934.

875. S. Rpt. 1191. 74th Cong. , 1st sess. , 1935.

875. S. Rpt. 1280. 84th Cong. , 1st sess. , 1955.

875. S. Rpt. 850. 95th Cong. , 2d sess. , 1978.

Van Antwerp, William C. *The Stock Exchange from Within.* Garden City, NY: Doubleday, Page, 1913.

Vanderlip, Frank A. *From Farm Boy to Financier.* New York: D. Appleton - Century, 1935.

Vatter, Harold G. *The U. S. Economy in the* 1950's: *An Economic History. New York: Norton*, 1963.

Vernon, Raymond. *The Regulation of Stock Exchange Members.* New York: Columbia University Press, 1941.

Wallace v. Cutten, 298 U. S. 229 (1936) .

Walton, Gary M. , and Hugh Rockoff. *History of the American Economy.* Fort Worth, TX: Dryden Press, 1994.

Warburg, Paul M. *The Federal Reserve: Its Origin and Growth.* 2 vols. New York: Macmillan, 1930.

Washburn, Watson, and Edmund S. DeLong. *High and Low Financiers.* Indianapolis: Bobbs - Merrill, 1932.

Watkins, T. H. *Righteous Pilgrim: The Life and Times of Harold Ickes, 1874 - 1952.* New York: Henry Holt, 1990.

Watkins, T. H. *The Great Depression.* Boston: Little, Brown, 1993.

Weil, Gordon L. , and Ian Davidson. *The Gold War.* New York: Holt, Rhinehart & Winston, 1970.

Welles, Chris. *The Last Days of the Club.* New York: E. P. Dutton, 1975.

"What's News." Wall Street Journal, December 1, 1949, p. 1.

"What's News." Wall Street Journal, January 3, 1955, p. 1.

"What's News." Wall Street Journal, July 3, 1967, p. 1.

"What's News." Wall Street Journal, September 1, 1967, p. 1.

"Wheat's Plunge to a 300 Year Low." *The Literary Digest*, November 12, 1932, p. 6.

Wheeler, George. *Pierpont Morgan and Friends: The Anatomy of a Myth.* Englewood Cliffs, NJ: Prentice - Hall, 1973.

Whittlesey, Charles R. *The Banking System and War Finance.* New York: National Bureau of Economic Research, 1943.

Willoughby, Woodbury. *The Capital Issues Committee and War Finance Corporation.* Baltimore: Johns Hopkins Press, 1934.

Wilson, John Donald. *The Chase: The Chase Manhattan Bank*, N. A. , 1945 - 1985. Boston: Harvard Business School Press, 1986.

Wise, T. A. *The Insiders: A Stockholder's Guide to Wall Street.* Garden City, NY: Doubleday, 1962.

Wolfson, Martin H. *Financial Crises.* Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.

Wyckoff, Richard D. *Wall Street Ventures and Adventures Through Forty Years.* New York: Greenwood Press, 1968.

Zweig, Phillip L. *Wriston: Walter Wriston, Citibank, and the Rise and Fall of American Financial Supremacy.* New York: Crown, 1995.